



Turun yliopisto  
University of Turku

# **VASTUULLINEN SIJOITUSTOIMINTA**

## **ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖIDEN VASTUULLISUUS SUOMESSA**

Pro Gradu -tutkielma  
Laskentatoimi ja rahoitus

Laatija:  
Aleksi Väänänen 422211

Ohjaajat:  
KTT Timo Hyvönen  
KTT Esa Puolamäki

9.5.2015.  
Helsinki



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics



## SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Taustaa tutkimukselle.....	5
1.2	Tutkimusongelma ja tavoitteet sekä rakenne ja tutkimusmetodit .....	6
1.3	Tutkimustyön tavoite ja keskeiset rajaukset.....	6
2	VASTUULLINEN SIOITUSTOIMINTA .....	9
2.1	Etiikka vastuullisen sioitustoiminnan taustalla .....	13
2.2	Vastuullisesta sioitustoiminnasta käytävä keskustelu .....	18
2.3	Eri tapoja sioittaa vastuullisesti.....	23
2.4	Vastuullinen sioittaminen – yhteenveto teemasta .....	26
3	LÄHTEITÄ YRITYSTEN VASTUULLISUUDEN ARVIOINTIIN.....	29
3.1	UNPRI-periaatteet .....	29
3.2	Vastuullisuuskonsultit .....	32
3.3	Yhteiskuntavastuuraportit .....	33
3.4	Arvojohtajien listat.....	35
3.5	ESG-analyysi.....	36
3.6	Kestävän kehityksen indeksit .....	39
4	ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖT SUOMESSA .....	42
4.1	Haastatellut eläkesioittajat .....	45
4.2	Kuinka eläkevakuuttajat määrittelevät vastuullisen sioittamisen?.....	47
4.2.1	Vastuullisuuden merkitys.....	52
4.3	Eläkevakuuttajien keinot arvioida sioitusten vastuullisuutta .....	56
4.3.1	Vastuullisen sioittamisen ohjeisto .....	56
4.3.2	Vastuullisuuden näkyminen sioitustoiminnassa .....	59
4.3.3	Keinot harjoittaa vastuullista sioitustoimintaa.....	64
4.4	Lähteet vastuullisuusarvioinnissa.....	75
4.4.1	UNPRI-periaatteet.....	75
4.4.2	Vastuullisuuskonsultit.....	78
4.4.3	Yhteiskuntavastuuraportit .....	80
4.4.4	Arvojohtajien listat.....	82
4.4.5	ESG-analyysi .....	84
4.4.6	Kestävän kehityksen indeksit.....	85
4.5	TELA:n ja FINSIF:in rooli vastuullisessa sioittamisessa .....	86
4.5.1	TELA .....	87
4.5.2	FINSIF .....	90

4.6	Kansalaisjärjestöjen ja median merkitys vastuullisessa sijoitustuominnassa	92
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	99
5.1	Tulokset ja tulosten tarkastelu.....	99
5.2	Johtopäätökset ja Yhteenveto.....	103
	LÄHTEET.....	105
	LIITEET .....	110

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Taustaa tutkimukselle

Tutkimukseni käsittelee vastuullista sijoitustoimintaa, jota tutkin jo aiemmin kandidaattitutkielmassani. Kyseiseen aiheeseen päädyin, koska sijoitustoiminnan vastuullisuus on viime vuosina noussut esille aikaisempaa enemmän ja sen huomioiminen on tärkeää jokaisen sijoittajan sijoitustoiminnassa. Tämän lisäksi vastuullisuus sijoitustoiminnassa on ollut paljon esillä mediassa. Sijoittajat ovat heränneet vaatimaan mm. rahastoyhtiöiltä ja eläkesijoitusyhtiöiltä vastuullisia vaihtoehtoja. On huomioitava se, että eläkerahastot sekä muut yhteiskunnalliset tahot ovat Suomessa suuria sijoittajia. Näille tahoille sijoitusten valinnassa painaa taloudellisten syiden lisäksi muutkin syyt. Tarkemmin perehdyn eläkevakuutusyhtiöiden toimintaan vastuullisen sijoitustoiminnan saralla, koska kyseiset yhtiöt ovat Suomessa olleet mukana aktiivisesti luomassa keskustelua teemasta. Lisäksi eläkevakuutusyhtiöiden toiminnasta on olemassa jonkin verran tutkimuksia, jotka ovat koskeneet kyseisten yhtiöiden sijoitustoiminnan vastuullisuutta tai joissakin tapauksissa sen puutetta. Perehdyin kyseiseen aiheeseen jo aiemmassa kandidaattitutkielmassani jonkin verran ja haluaisin empiirisen aineiston avulla porautua tarkemmin kyseiseen teemaan.

Vastuullinen sijoitustoiminta ja sen merkitys finanssitoimialalla on siis kasvamassa. Tästä syystä näen tämän aiheen tutkimisen järkevänä. Suomessa tästä teemasta puhutaan yhä suhteellisen vähän jopa akateemisessa maailmassa. Pankkialalla sen sijaan on jo herätty osittain tämän uuden suuntauksen tuomiin mahdollisuuksiin ja haasteisiin, joita tämä prosessi osaltaan tuo sijoittajille. Markkinat siis luovat tässäkin tapauksessa itse osaltaan tarvetta ja kysyntää vastuulliselle sijoittamiselle myymällä ja markkinoimalla asiakkailleen uusia tuottavia tapoja sijoittaa ja samalla huomioiden vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteet. Näin ollen voitaneen nähdä jokaisen sijoitustoiminnassa tai pankkialalla olevan henkilön kannalta tarpeellisenä sisäistää vastuullisen sijoitustoiminnan keskeisimmät periaatteet ja käsitteet. (Boatright, 2010, 393–414)

Tarkemmin olen rajannut aiheita käsittelemään ensiksi vastuullista sijoitustoimintaa yleensä, sen jälkeen vastuullisuuden arvioitaviin lähteisiin sekä sitten empiriaosuuteen, jossa arvioidaan eläkeyhtiöitä teoriassa käsiteltyjen teemojen osalta. Viimeiseksi luvuksi olen jättänyt johtopäätökset ja yhteenvedon Pro gradu -tutkielmani tuloksista. Tutkielman tavoitteena on tutkia sijoitustoiminnan vastuullisuutta ja sen taustalla vaikuttavia keinoja määritellä sijoituskohteen vastuullisuutta.

## 1.2 Tutkimusongelma ja tavoitteet sekä rakenne ja tutkimusmenetelmät

Pro Gradu -tutkielmani tavoitteena on ollut tutkia sijoitustoiminnan vastuullisuutta Suomessa. Tarkoitukseni on ollut keskittyä tutkielmassa eläkesijoittajien vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Aiheesta ei ole selvitysteni perusteella tehty aiemmin tutkimuksia kovinkaan paljon etenkin Suomessa, joten koen tässä olevan tarvetta tarkemmalle aihepiirin tutkimiselle. Olen pyrkinyt löytämään omaan tutkielmaani oman näkökulman sekä päivittämään mahdollisia aiempia muita aiheesta tehtyjä tutkielmien tuloksia uusilla tutkimustuloksilla sekä näkökulmilla aiheesta. Tutkimusongelmaksi hahmotelin seuraavan:

**Miten eläkevakuutusyhtiöt määrittelevät vastuullisen sijoitustoiminnan ja miten se vaikuttaa heidän sijoitustoimintaansa?**

Olen kartoittanut aihealuetta aiemmin kandidaattitutkielmassa ja tässä tutkielmassa olen pyrkinyt hakemaan tarkempia vastauksia rajatumpaan osaan vastuullisen sijoitustoiminnan kentässä niin teorialähteiden kuin haastatteluiden avulla.

Tämän Pro gradu -tutkielman metodologisena lähestymistapana ja tutkimusotteena on toiminta-analyyttinen tutkimusote. Tämän tutkimuksen tavoitteena on siis ymmärtää yrityselämän ilmiöitä, kuten vastuullista sijoittamista. Tutkimus on luonteeltaan empiiristä, jossa metodina on field-tutkimus, jossa on harvoja tutkimusyksiköitä. Tutkimuksen tarkastelun kohteena on haastatteluilla kerätty empiirinen aineisto ja muu aihealueesta tehty laadullinen tutkimus. Tutkimuksen tavoitteena on vastuullisen sijoittamisen syvälinen ja kokonaisvaltainen tarkastelu. Tässä tarkastelussa haastatteluiden avulla kerätty empiirinen aineisto on keskeisessä asemassa. Tutkimuksen tavoitteena on ymmärtää tarkemmin vastuullisen sijoittamisen käsitettä ja sitä, kuinka vastuullista sijoittamista harjoitetaan käytännön yritystoiminnassa.

## 1.3 Tutkimustyön tavoite ja keskeiset rajaukset

Tutkielmani keskeisenä käsitteistönä on vastuullisuus ja sen ilmeneminen sijoitustoiminnassa. Tarkoitukseni on ollut laajentaa käsitteistöä ja monipuolistaa sitä kun olen perehtynyt aiheeseen syvällisemmin ja olen saanut tarvittavaa syvyyttä teoriaosuuteen. Tämän avulla olen pyrkinyt selvittämään tarkemmin juuri eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan vastuullisuutta. Vastuullinen sijoittaminen aiheena on sikäli ajankohtainen teema, koska sijoitustoiminnan vastuullisuus on viime vuosina noussut esille aikaisempaa voimakkaammin. Vastuullista sijoitustoimintaa on jo jonkin aikaa ollut olemassa, vaikkakaan sitä ei ole ehkä aiemmin kutsuttu samalla termillä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa

yhtenä ensimmäisenä vastuullisena sijoitusrahastona voidaan pitää vuonna 1971 perustettua Pax World Fund –rahastoa ja Englannissa vastaavasti vuonna 1983 perustettua rahastoa. Suomessa asiaan on herätty hiukan myöhemmin vuonna 1998. Skandinavian ensimmäisenä eettisenä sijoitusrahastona voitaneen pitää vuonna 1965 Ruotsissa perustettua AktieAnswar Myberg –rahastoa. Ennen edellä mainittujen vastuullisten sijoitusrahastojen perustamista kussakin maassa sijoitustoiminnassa eettisyyttä arvostavat tahot ovat lähinnä vältäneet tietyn tyyppisiä sijoituskohteita, kuten sijoituksia tupakka- ja alkoholiteollisuuteen. Näiden kahden toimialan lisäksi vältettävien toimialojen kategoriaan tulivat myöhemmin pornografia ja lapsityövoima, joita sisältävään yritystoimintaan vastuullinen sijoittaja ei halunnut koskea. (Kuisma, 2001, 5-53; Bengtsson, Elias, 2008; Boatright, 2010, 393–414)

Vastuullinen sijoitustoiminta on herättänyt varsinkin Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa kiinnostusta sijoittajien parissa jo varsin varhain. Aiheesta on noissa mais- sa myös kirjoitettu akateemisessa maailmassakin artikkeleita jo kasvavassa määrin 1990-luvulta lähtien. Suomessa vastuullinen sijoitustoiminta ei välttämättä ole saavuttanut vielä valtavirtaistumispistettään, jossa sitä pidetään luonnollisena osana normaalia sijoitustoimintaa. Suurimpia Suomen markkinoilla toimivia sijoittajia ovat eläkerahastot sekä muut institutionaaliset sijoittajat, joille sijoitusten valinnassa on 2000-luvulta alkaen alkanut painaa muutkin, kuin puhtaasti taloudelliset syyt. Huolimatta suhteellisen varhaisessa vaiheessa perustetuista vastuullisista sijoitusrahastoista on vastuullisen sijoittamisen asema ollut 2000-luvulle asti varsinkin Suomessa suhteellisen marginaalinen verrattuna sijoitusvarallisuuden kokonaismäärään. Riippuu vähän myös maantieteellisestä alueesta ja kulttuurista, miten vastuullisen sijoittamisen lisääntyminen koetaan. Viime aikoina Euroopassa ollaan saavuttamassa yhteisymmärrys siitä, että tulevaisuudessa ympäristö- ja sosiaalisen vastuun indikaattorit sisältyvät normaaliin investointiprosessiin ja voivat olla jopa sijoituskohteen arvoa myös rahallisesti kasvattavia. Vastuullinen sijoitustoiminnan eteneminen on siis hyvässä vauhdissa. Riippuen markkinasta ollaan menossa eri vaiheessa tässä vastuullisen sijoitustoiminnan kehityksessä. (Kuisma 2001, 5-53; Kuvaja 2010, 141–174; Joutsenvirta – Halme – Jalas – Mäkinen 2011, 303–324)

Keskeisimpinä rajauksina tässä työssä toimii empiriaosuuden viitekehys eli eläkeyhtiöt. Tarkoituksena tutkielmalla on siis ollut tutkia tarkemmin vastuullisen sijoitustoiminnan ilmiötä juuri suomalaisten eläkeyhtiöiden kautta. Tämä rajausta yhtiöiden osalta on tehty siksi, että eläkeyhtiöillä on Suomessa vastuullisesta sijoitustoiminnasta pisin kokemus, mutta toisaalta niiden toimintaa on joissakin tutkimuksissa ja julkisuudessa samaan aikaan kritisoitu. Tarkoituksena on siis ollut myös määritellä sitä, onko vastuullisen sijoittamisen käsitteistä eläkeyhtiöstä riippumatta samanlainen ja onko sen suhteen mahdollisia eroja tutkimuksessa vakiintuneeseen käsitteenmäärittelyyn. Rajauksen olen hahmottanut tällä tavoin, koska käsitykseni mukaan tältä aihealueelta ei ole kovinkaan

paljon tieteellistä tutkimusta ja mielestäni gradututkielmani paikkaisi hiukan tätä aukkoa ja voisi tuoda uuden näkökulman tähän aihepiiriin.



## 2 VASTUULLINEN SIOITUSTOIMINTA

Vastuullinen sijoitustoiminta eli Responsible investment (RI) tarkoitetaan tapaa sijoittaa siten, että sijoituksessa huomioidaan taloudellisten tekijöiden lisäksi ESG-asiat ja mahdollisesti sijoittajan omat eettiset valinnat. ESG-analyysin kohteena sijoituksissa ovat luonnonsuojelulliset, sosiaaliset ja hyvään hallintotapaan liittyvät asiat. Vastuullisen sijoitustoiminnan tavoitteena on ensinnäkin parantaa sijoituskohteiden riskitasoja ja tuotto-odotuksia siten, että riskejä potentiaalisista sijoituksen arvolaskuista pystytään vähentämään vastuullisen sijoittamisen avulla ja samalla parantaa tuottoja. Samalla sijoittaja voi saada positiivista mainetta ja hyväksyntää omalle sijoitustoiminnalleen yhteiskunnalta ja sen kansalaisilta. Itse vastuulliselle sijoittamiselle ei ole määriteltävissä yhtä oikeaa tapaa toteuttaa sitä. Vastuullista sijoittamista voi harjoittaa kaikissa eri omaisuuslajeissa suorista osakesijoituksista kiinteistösijoittamiseen. Jokainen sijoittaja valitsee itse, mitä eri työkaluja hyödyntää vastuullisen sijoittamisen tukena. (Boatright, 2010, 393–414; Sparkes, 2002, 21–42; Hyske – Lönnroth – Savilaakso ja Sievänen 2012, 11–16; Rodríguez – Carrasco-Gallego – Escobar-Pérez, 2013; Renneboog, – Ter Horst – Zhang, 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuulliselle sijoitustoiminnalle on tyypillistä sen pitkäkestoisuus, koska vastuullisessa sijoittamisessa on yleensä luontainen ja vahva halu rakentaa parempaa yhteiskuntaa ja maailmaa esim. sijoituksilla ympäristön tilaa parantavaan teknologiaan. Tätä kautta sijoittajalle ei tule vastuullisen sijoittamisen kautta pelkästään mahdollisuus tehdä hyvät sijoitukset eläkepäiviä varten vaan myös valtuuttaa tekemään muutosta rahan avulla. Ennen kaikkea vastuullisen sijoittamisen visio on alkanut kääntyä filosofiaksi, joka kannustaa useammat ja useammat ihmiset tulemaan valvetuneeksi tulevaisuuden epävarmuudesta, jolloin yritystoiminta ottaa huomioon päätöksenteossaan ympäristöön liittyviä, sosiaalisia ja eettisiä kysymyksiä. Johtuen vastuullisten toimivien alojen luonteesta sijoittajalta edellytetään pitkäjänteisyyttä ja tätä kautta vastuullisesti toimiva sijoittaja on yleensä pitkäaikainen omistaja. Vastuullisen sijoittamisen osalta huomioidaan myös sijoituskohteen toiminta sen suhteen, miten he huomioivat sidosryhmiään. Sidosryhmistä yrityksille ovat tärkeimpiä omistajat mutta nykyaikaisen vastuullisen yrityksen tulee huomioida myös muita sidosryhmiä. Näille muille sidosryhmille halutaan myös antaa mahdollisuus tulla kuulluksi esim. uutta investointia suunniteltaessa asuinalueen lähelle. Tätä kautta näiden muidenkin sidosryhmien etuja halutaan ajaa modernia sidosryhmäteoriaa hyödyntäen. Voidaankin todeta useissa yrityksissä siirtytyn omistajakeskeisestä näkökulmasta sidosryhmänäkökulmaan, joka on aiempaa laajempi tapa katsoa yrityksen vastuuta. Tässä lähtökohta on se, että yritys toimii sidosryhmiään varten. Huomioimalla näiden sidosryhmien tarpeet kannattava ja tuottelias yritys voi kyetä maksimoimaan näiden sidosryhmiensä kiinnostuksen yritystä kohtaan. Tämän positiivisen vaikutuksen toivotaan aikaan saavan jollain aikavälillä sijoituksia yrityk-

seen. Yritys pyrkii näin myös itse hyödyntämään sidosryhmiään sekä saamaan aikaiseksi pitkäkestoista tuottoa omistajilleen. (Boatright, 2010, 393–414; Sparkes, 2002, 21–42; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Kridel 2005; Radu & Funaru 2011; Rodríguez ym. 2013; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuullisella sijoittamisella on pitkä historia, jos otetaan huomioon sijoitustoiminnan vastuullisuuteen liittyneet historialliset viittaukset. Ensimmäisinä vastuullisuuteen liittyvänä mainintana voidaan pitää Raamatun aikana olleita juutalaisilla lakeja, joissa oli direktiivit siitä, kuinka tuli investoida noudattaen eettisiä arvoja. Tutkittaessa tarkemmin vastuullisen sijoitustoiminnan historiaa on löydettävissä näiden aikaisempien vaiheiden jälkeen viisi suurempaa kehityskulun vaihetta vastuullisen sijoittamisen historiassa. Näistä vaiheista jokainen on ollut omanlaisensa ja sisältänyt omat tapansa toimia. Aina, kun on siirrytty vastuullisessa sijoittamisessa uuteen vaiheeseen, on toki aiemmasta vaiheesta tullut mukana tiettyjä piirteitä, joita on sisällytetty uusiin tapoihin toimia. Ensimmäinen näistä vaiheista ajoittuu 1900-luvun alkupuolelle. Tuolloin jotkut sijoittajat alkoivat lähinnä uskonnollisten arvojen ohjaamana välttämään sijoittamista tiettyihin aloihin. Tällaisista sijoittajista esimerkkinä voidaan mainita kveekarit, jotka etenkin Yhdysvalloissa toimivat aktiivisesti sijoittajina, joilla oli tapana välttää sijoituksia aseteollisuuteen. Tämä johtui kveekareiden ideologiasta, jonka mukaan aseteollisuus hyötyy epäeettisesti toisten ihmisten hädästä. Tästä syystä kveekarit ottivat sosiaaliset tekijät mukaan investointipäätöksentekoon ja halusivat korostaa sijoituksissaan väkivallattomuutta sekä ihmisten tasa-arvoa. Tästä syystä heitä voitaneen pitää ensimmäisinä vastuullisina sijoittajina. 1960-lukua voidaan pitää vastuullisen sijoittamisen moderneina juurina, johon ajoittuu sosiaalinen liikehdintä ihmisoikeuksien, feminismin, ympäristönsuojelun ja Vietnamin sodan vastaisen liikehdinnän muodossa. Yhdysvalloista löytyy noilta ajoilta ensimmäinen rahasto, jota voitaneen pitää eettisenä. Kyseessä oli paikallisen raittiusseuran perustama osakerahasto Pioneer Fund, joka ei sijoittanut laisinkaan tupakka- ja alkoholiteollisuuden yrityksiin. Vastuullisen sijoittamisen suosioon tämän jälkeen on vaikuttanut ihmisten herännyt kiinnostus ympäristö-, ihmisoikeus- ja ydinvoimaan liittyvien riskien suhteen. Tätä kautta sijoittajista osa näet alkoi haluta välttää sijoittamasta omien arvojensa vastaisesti toimiviin yrityksiin tai valtioihin. Pohjoismaista Ruotsissa on oltu jo 1960-luvulla aktiivisia vastuullisen sijoittamisen saralla ja siellä perustettiinkin ensimmäinen eettinen sijoitusrahasto AktieAnsvar aktiofond jo vuonna 1965. Kyseistä rahastoa on pidetty yhtenä vanhimmista kaikille avoimista rahastoista. (Kuisma, 2001, 11–13; Boatright, 2010, 393–414; Camey, 1994; Kuvaja, 2010, 141–174; Bengtsson, 2008; Bauer – Koedijk – Otten 2005; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Schueth 2003; Ferruz – Marco – Ortiz 2007; Howell 2008; Climent & Soriano 2011; Rodríguez ym. 2013; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Tätä 1900-luvun alun vastuullisen sijoitustoiminnan alkua seurasi seuraavana ns. kehitysvaihe, joka ajoittuu ajallisesti 1970–1980-lukujen väliselle ajanjaksolle. Tämän

kyseisen aikakauden merkittävämpinä uusina asioina vastuullisuuden parissa olivat Yhdysvalloissa vuonna 1971 perustettu the Pax Worl Fund – rahasto ja Euroopassa vuonna 1984 perustettu the Friends Provident Stewardship Unit Trust – rahasto. Kyseisellä ajanjaksolla ja etenkin 1980-luvulla Yhdysvalloissa ja muualla sijoittajien mielenkiinto kasvoi sosiaalisia asioita kohtaan, kun tuli esiin vastarintaa erilaisia yhteiskunnallisia ongelmia kohtaan. Tuolloin miljoonat ihmiset, instituutiot ja jopa valtiot muokkasivat sijoitusstrategioita maailmanlaajuisten ongelmien vuoksi. Yhdysvalloissa ja Euroopassa oli samoihin aikoihin liikehdintää, johtuen mm. Tšernobylin ydinvoimalaonnettomuudesta Ukrainassa, Bhopalin kaasukatastrofista Intiassa ja Etelä-Afrikan rasisisesta rotusortohallinnosta. Samaan aikaan liittyy myös uusien vastuullisen sijoittamisen organisaatioiden perustaminen, joista tuolloin perustettiin mm. ICCR eli the Interfaith Cebter on Corporate Responsibility. Tämän lisäksi perustettiin kaksi ensimmäisiin lukeutuvista vastuullisuuteen keskittyvistä luokituslaitoksista EIRIS vuonna 1983 ja KLD Research & analytics vuonna 1988. Pohjoismaissakin tapahtui tuolloin liikehdintää vastuullisen sijoittamisen saralla, kun tuolloin perustettiin Ruotsissa vuonna 1988 Skandinavian ensimmäinen ympäristörahasto. Niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissa sijoittajat alkoivat näiden muuttuvien arvojen pohjalta hyödyntää sijoituspäätöksissään aiempaa enemmän vastuullisuusperiaatteita tai eettisiä valintoja. (Kuisma, 2001, 11–13; Boatright, 2010, 393–414; Camey, 1994; Kuvaja, 2010, 141–174; Bengtsson, 2008; Bauer ym. 2005; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Schueth 2003; Ferruz ym. 2007; Howell 2008; Climent & Soriano 2011; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuullisen sijoittamisen kolmas kehitysvaihe eli ns. siirtymävaihe sijoittuu 1990-luvun alkupuolelle kestäen aina vuosituhaten vaiheeseen asti. Tuolloin ympäristönsuojelu ja siihen liittyvät teemat alkoivat kiinnostaa yhä useampaa ihmistä ja sijoittajaa. Tuona ajankohtana sattuneista tapahtumista merkittävämpiä oli vuoden 1997 Kioton ympäristösopimus, jossa allekirjoittajavaltiot sopivat mm. kasvihuonekaasujen leikkaamisesta. Tämä päätös perustui osaltaan jo vuonna 1987 julkaistuun Brundtlandin raporttiin, jossa oli käsitelty kestävää kehitystä ja sen toteuttamiseen liittyviä haasteita. 1990-luvun teemana oli myös uusien ympäristökonsultointiin ja –luokitukseen liittyvien yrityksen perustaminen. Vuonna 1990 perustettiin myös vastuullisen sijoittamisen indeksi Domini 400 Social Index. (Kuisma, 2001, 11–13; Boatright, 2010, 393–414; Camey, 1994; Kuvaja, 2010, 141–174; Bengtsson, 2008)

Vuosituhaten vaihteeseen ajoittuu vastuullisen sijoittamisen kehityskulun neljäs vaihe eli ns. laajentumisvaihe. Tälle vaiheelle ominaista oli vastuullista sijoittamista kohtaan noussut maailmanlaajuinen kiinnostus, joka näkyi monella eri tavoin. Esimerkiksi vuonna 2000 perustettiin Global Reportin Initiative (GRI). Se lisäsi yritysten sosiaalisen raportoinnin (CSR) määrää. 2000-luvun alkupuolella tapahtui myös toinen merkittävä käänne, kun institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkevakuutusyhtiöt, kiinnostuivat laajamittaisesti vastuullisen sijoittamisen periaatteista ja itse vastuullisesta sijoitustoi-

minnasta. Yksi keino, jota institutionaaliset sijoittajat alkoivat tuolloin hyödyntää oli best-in-class –menetelmä, jossa yhtiöt valitsivat eri toimialoilta kyseisen toimialan vastuullisuuskulmasta katsottuna parhaita yrityksiä. (Kuisma, 2001, 11–13; Boatright, 2010, 393–414; Camey, 1994; Kuvaja, 2010, 141–174; Bengtsson, 2008; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Viidentenä ja tällä hetkellä viimeisenä vaiheena vastuullisessa sijoitustoiminnassa on kehityskulkuna ollut vastuullisen sijoittamisen valtavirtaistuminen. Tämä alkoi tapahtua jonkin verran ennen 2010-luvun alkua ja on yhä käynnissä. Kyseiselle kehitysvaiheelle on ollut tyypillistä se, että vastuullinen sijoittaminen on saanut yleisen hyväksyttävyyden ja kiinnostuksen niin yritysten, sijoittajien, yliopistojen, sairaaloiden, säätiöiden, vakuutusyhtiöiden, yksityisten- ja julkisten eläkevakuuttajien, hyväntekeväisyysjärjestöjen, uskonnollisten yhteisöjen kuin yleisen mielipiteen osalta. Ilmastonmuutos on tänä päivänä laajalti tunnustettu tosiasia ja kaikkein tärkein ympäristöasia, joka vaikuttaa globaaliin talouteen. Tästä johtuen sijoittajat ovat keskittäneet ja lisäävät keskittymistään sijoitusmahdollisuuksiin puhtaassa ja vihreässä teknologiassa, joissa haetaan mm. mahdollisuuksia vaihtoehtoisille tavoille tuottaa uusiutuvaa energiaa. Muutenkin sijoitustoimintaa ohjaa vastuullinen omaisuuden ja liiketoiminnan kehittäminen sekä ympäristön huomioon ottavat yritykset. Tämän aikakauden merkittävämpiin vastuullisen sijoittamisen tapauksiin kuuluu vuonna 2006 laaditut PRI eli Principles for Responsible Investment -periaatteet. Kyseiset periaatteet ovat olleet osaltaan määrittämässä yritysten toimintaa tästä eteenpäin. Tämä näkyy erityisesti niiden yritysten osalta, jotka haluavat profiloitua vastuullisina sijoituskohteina ja muutenkin vastuullisesti toimivina yrityksinä. Skandinaviaan perustettiin osittain varmaan näiden periaatteiden innoittamina samoihin aikoihin GES/SIX Ethical index eli eettinenindeksi, joka on hyvin samankaltainen kuin Dow Jones Sustainability Index tai FTSE4Good, jotka ovat näistä vastuullisen sijoittamisen indekseistä ne ehkä kaikkein tunnetuimmat. Kyseiset indeksit ovat omalta osaltaan olleet mukana auttamassa sijoittajia valitsemaan sijoitusalkuunsa vastuullisesti toimivia yrityksiä. Vastuullinen sijoitusstrategia on lähinnä kiinnostunut noudattamaan ja lisäämään positiivisia puolia yritystoiminnassa, kuten hyvää hallintotapaa, etiikkaa, työpaikkojen hyviä käytäntöjä, ympäristöön liittyviä huolien huomioimista, tuoteturvallisuutta sekä vaikutusta ihmisoikeuksiin, työyhteisön suhteisiin ja alkuperäiskansojen oikeuksiin. Vastuullinen sijoittaminen kiinnittää myös paljon huomioita toimialoihin ja yrityksiin, jotka eivät toimi vastuullisesti. Tällaisia ovat mm. aiemminkin mainitut uhkapeli-, tupakka-, ase-, alkoholiteollisuus. Kaikki nämä ovat ainakin uhkana tulla poistettua mahdollisten sijoituskohteiden joukosta arvottamisen jälkeen. Riippuen vastuullisen sijoittajan sijoitusstrategiasta saattaa näiltäkin toimialoilta olla joitakin yrityksiä mukana, jos ne muuten täyttävät sijoittajan asettamat vastuullisen sijoittamisen kriteerit (Kuisma 2001, 11–13; Boatright 2010, 393–414; Camey, 1994; Kuvaja, 2010, 141–174; Bengtsson, 2008; Bauer ym. 2005; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Schueth 2003;

Ferruz ym. 2007; Howell 2008; Climent & Soriano 2011; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

## 2.1 Etiikka vastuullisen sijoitustoiminnan taustalla

Vastuullisen sijoitustoiminnan taustalla vaikuttaa aina etiikka ja moraali, koska jokainen yrityksen tai sijoittajan tekemä päätös pohjautuu jollekin arvoille ja niiden taustalla vaikuttaa päätöksentekijöiden arvomaailma. Tämän vuoksi sijoittajien ja yritysten tekemiä päätöksiä voidaan aina tulkita myös kannanottoina mm. ympäristönsuojelua tai työntekijöiden oikeuksia kohtaan. Tätä kautta myös vastuullinen sijoittaminen pohjautuu yrityksen asettamille arvoille. Etiikka tarkoittaa tässä yhteydessä kaikkia arvoja ja normeja, jotka ohjaavat yrityksen tai sijoittajan käyttäytymistä sekä asennoitumista. Moraali puolestaan tarkoittaa ihmisen kykyä tehdä ero hyvän ja pahan välillä. Jokaisella yrityksellä ja sen edustajalla on oma moraalinsa. Erona etiikalla ja moraalilla on se, että ensimmäinen näistä on enemmän sisältöjä, oikeuksia ja velvollisuuksia sekä teoriaa ja systeemejä ohjaava kun puolestaan moraali on enemmän käytännön toimintaa ohjaavaa. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75)

Yritys- ja sijoitustoiminnassa vaikuttaa taustalla perinteinen rahoituksen ja laskentatoimen maailmankuva. Kyseinen maailmankuva on liikkeenjohdollinen ja taloudellinen ja siihen liittyy vahvasti omistukseen ja voitontavoitteluun liittyvät arvot. Keskeisimmäksi ohjaavaksi normiksi koetaan voitontavoittelu. Laskentatoimen määrittely on Suomessa pohjautunut Riistaman (1971) laskentatoimen määrittelyyn, jonka mukaan laskentatoimi on ensinnäkin suunnitelmallista toimintaa. Tämän suunnitelmallisen toiminnan tavoitteena on rekisteröidä ja kerätä yritysten sekä muiden talousyksiköiden taloutta kuvaavia arvo- ja määrälukuja. Kerätyn informaation ja lukujen perusteella on sitten tarkoitus tuottaa esim. rahoituksen ja sijoitustoiminnan tueksi erilaista päätöksentekoa tukevaa materiaalia. Kyseisen vakiintuneen laskentatoimen määritelmän mukaan laskentatoimen raportit ovat aina ilman arvolatausta. Tästä syystä kyseiset raportit koetaan objektiivisiksi esityksiksi yrityksen tilasta, joiden sisältöön ei niiden laatijan persoonalla ole ollut vaikutusta. Modernimman näkökulman mukaan laskentatoimen ympäröivä todellisuus syntyy aina ihmisten välisen vuorovaikutuksen tuloksena. Tässä yhteydessä laskentatoimea ei nähdä erillisenä osana ympäröivää maailmaa vaan selkeästi osaksi kommunikaation välineenä, jonka avulla kyetään välittämään tietoa eri toimijoiden välillä. Tämän näkökulman mukaan jokaisen yksilön henkilökohtaisella panoksella ja asian käsittelyyn vaikuttamisella on merkitystä laskentainformaatioon. Tätä kautta voidaankin modernimman tulkinnan katsoa lähtevän siitä, että jokaisella yksilöllä on mahdollisuus halutessaan vaikuttaa laskentainformaation luontiprosessiin. Laskentainformaation laadintaa säätelee lainsäädäntö ja kansainväliset sopimukset, joiden kautta

tulee määriteltyä laskentatoimen moraalille minitaso, joka tulee täyttää. Kaikki valinnat ja siihen liittyvät moraaliset pohdinnat ovat riippuvaisia päätöksentekijästä itsestään. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75)

Tutkittaessa tarkemmin rahoituksen ja laskentatoimen taustalla vaikuttavia arvoja havaitaan arvojen pohjautuvan sovellettuun etiikkaan. Tämä etiikan laji tarkastelee etiikkaa johonkin alaan peilaten. Sovellettu etiikka voi peilautua esim. tutkimukseen, sodankäyntiin, ympäristöarvoihin ja lääketieteeseen. Tätä soveltaen liike-etiikka tai liiketoiminnan etiikka on yksi sovelletun etiikan ala, johtuen siitä, että liiketoimintaakin voidaan analysoida etiikan näkökulmasta. Liiketoiminnassa vaikuttaa etiikka taustalla eri asioissa. Yksi hyvä esimerkki etiikan vaikutuksista yritystoiminnan vastuullisuuteen ovat investoinnit. Niissä yrityksen tulee ottaa huomioon eri sidosryhmien, kuten rahoittajat, ympäröivät asukkaat, työntekijät, ympäristö jne., asettamia vaatimuksia ja toiveita. Yritys joutuu tekemään päätöksiä siitä minne ja miten investoidaan. Investoinnit voivat kohdata samaan aikaan vastustusta ympäristönsuojelijoilta ja samaan aikaan niitä toivotaan elinkeinoelämän sekä julkisen vallan puolelta. Riippuu yrityksen omista valinnoista voi yritys toimia investoinneissa vastuullisesti tai vähemmän vastuullisesti pelkät taloudelliset tekijät huomioiden. Uusinvestointi on aina pitkä prosessi, joka sisältää valituksia ja erilaisia lupakäytäntöjä. Uutena puolena investoinneissa on viime vuosina tullut ympäröivän yhteiskunnan huomioiminen ja mukaan ottaminen investoinnista tiedottamiseen. Se on usein yritykselle kokonaisedullisempi tapa toimia ja samalla vastuullisempi. Lainsäädäntö rajaa toiminnasta pois laittomuudet, mutta paljon jää vielä sen jälkeen yrityksen päätettäväksi. Investoinneissa yrityksellä on mahdollisuus viedä hanketta eteenpäin vastustuksesta huolimatta tai vaihtoehtoisesti olla avoimessa dialogissa kaikkien sidosryhmien kanssa. Investoija joutuu hanketta eteenpäin viedessään pohtimaan, mitä hankkeen loppuun asti vieminen saa aikaiseksi ja mitkä sen vaikutukset ovat ympäröivälle yhteiskunnalle ja sen asukkaille. Investoinnissa vaihtoehdot ovat hankkeen vieminen eteenpäin lain minivelvoitteet täyttäen, hankkeesta luopuminen tai eri sidosryhmien huomioiminen. Tämän kaltainen pohdinta perustuu seurauseettiseen pohdiskeluun. Toinen näkökulma on puolestaan velvollisuusetiikan tarjoama vaihtoehto. Siinä pohditaan sitä, että jokaisella yrityksellä on velvoitteita ensinnäkin osakkeenomistajiaan kohtaan. Vastaavasti alueella, jonne yritys on investoimassa, on asukkailla oikeuksia puhtaaseen elinympäristöön. Tässä pohdinnassa siis vertaillaan velvollisuuksia toisiinsa. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75)

Etiikan näkökulmasta yritys ja sen edustajat muodostavat yhdessä sen, mitä kutsumme yrityksen omaksi etiikaksi. Jokainen yrityksen edustaja toimitusjohtajasta työntekijään on yksilönä ja yhteisön jäsenenä vastuussa kannanotoistaan, arvioinneistaan ja teoistaan. Tätä arviointia voi jatkaa ns. peilikokeella, jota voidaan soveltaa myös sijoitustoimintaa tekevän henkilön ohjenuorana. Peilikoe käsittää viisi kysymystä, jotka tulee esittää itselleen peilin edessä. Näistä kysymyksistä ensimmäinen on se, että osaako

sijoittaja perustella tekemänsä valinnat kunnolla? Toiseksi onko sijoittaja toiminut muodollisesti mm. lainsäädännön perusteella? Kolmanneksi tulee pohtia sitä, oliko tehty päätös tai toimi moraalisesti oikea? Neljäntenä kohtana sijoittajan tulisi pohtia sitä, pystykö hän edelleen suoraselkäisenä katsomaan itseään peiliin vastattuaan kolmeen ensimmäiseen kysymykseen. Jos sijoittaja pystyy tähän, niin on hyvä esittää vielä viides kysymys siitä, että onko tehnyt kaiken mitä olisi pitänyt tehdä vastuullisuusmielessä? Tämän kaltainen pohdinta voi auttaa sijoittajaa päätöksenteossa. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75)

Jokaisella yrityksellä ja sijoittajalla on suhde ympäröivään yhteiskuntaan sitä kautta, että ne toimivat jossakin maassa ja yhteiskunnassa. Kyseistä suhdetta voidaan tarkemmin tarkastella monesta eri näkökulmasta. Ensimmäinen näistä näkökulmista on yhteiskunnallinen taso, joka tarkoittaa yrityksen roolia instituutiona. Yhteiskunnan näkökulmasta yritys on tuotantoyksikkö, jonka toimintaa ohjaa tietyt vastuullisuusperiaatteet sekä yhteiskunnan ennakko-odotukset. Toinen näkökulma on yrityksen kollektiivinen luonne. Tätä kautta tulee pohdintaan, kuka yrityksessä määrittelee vastuullisuusperiaatteet ja kuka vastaa etiikan noudattamisesta, jos yrityksen oma yritysetiikka on olemassa. Tässä arvioinnissa tutkitaan yritystä niin kollektiivisena oikeushenkilönä ja sen mahdollisuutta vastata yhteiskunnalle arvojensa noudattamisesta kuin myös yrityksen päättäjiä yksilöinä ja heidän henkilökohtaisia velvoitteitaan arvojen noudattamisen osalta. Kolmantena ulottuvuutena tässä arvioinnissa on yksilötason eettisen paineen luoma dilemma. Tällä tarkoitetaan sitä, että osa toimialoista on jo luontaisesti enemmän ympäristöä kuormittavia tai toimialalla hyödynnetään alihankintaa halpatyövoiman maissa. Miten esim. toimitusjohtaja tällaisessa yrityksessä voi samaan aikaan saavuttaa yhtiön tulostavoitteet ja toimia vastuullisesti, on hyvä pohdinnan kohde. Neljäntenä kohtana on ns. filosofinen taso, jolla tarkoitetaan yrityksen vastuuta yleensä yhteiskunnalle. Eli mikä on yrityksen vastuu ja velvollisuus ajatella myös yhteiskunnan etua, samalla yrityksen tavoitellessa kuitenkin lähtökohtaisesti voittoa omistajilleen. Näihin neljään kohtaan ei ole olemassa selkeitä vastauksia. Vastuut ja velvollisuudet on eri organisaatioissa jaettu eri tavoin ja sen vuoksi on yhtä monta tapaa toimia kuin on erilaisia yrityksiä. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75; Kuisma 2001, 5–53; Kauppinen 2004, 212–232)

Yhteiskunnassa on eri toimijoita, jotka voidaan määritellä sidosryhmäajattelun avulla. Perinteisellä sidosryhmäajattelulla on kaksi ääripäätä. Näistä ensimmäinen on omistajien voiton maksimoiminen (shareholder value maximation), josta voidaan myös käyttää termiä omistajalähtöinen (shareholder value thinking) -malli. Tämä malli on perinteisempi omistajien voiton maksimoimiseen tähtäävä malli, jonka mukaan yrityksen tulee ottaa huomioon toiminnassaan vain yksi sidosryhmä eli sen omistajat. Tässä mallissa yritys on muodostanut suhteet muihin sidosryhmiin lainsäädäntöön ja sopimuksiin turvautuen eikä niinkään oma-aloitteisesti itse. Mahdolliset toimet muiden sidosryhmien

parissa tähtäävät yrityksen tuloksen parantamiseen ja omistajien osinkojen sekä arvonnousun saavuttamiseen. Perinteisen sidosryhmäajattelun toinen ääripää taas on sidosryhmäteoria (stakeholder thinking). Tämä malli on perinteisen sidosryhmäajattelun vastakohta ja uudempi tapa kokea asia. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75; Kuisma 2001, 5–53; Kauppinen 2004, 212–232)

Yrityksen vastuullisuuteen liittyen voimme määritellä yrityksen vastuuta ympäröivää yhteiskuntaa kohtaan. Skaala vastuun suhteen on seuraavassa jaottelussa rakennettu siten, että toinen ääripää on yrityksen hyvin pieni ja kapea vastuu yhteiskuntaa kohden ja toinen ääripää on yrityksen laaja-alainen vastuu koko maapalloa kohtaan. Kohtia tässä jaottelussa on kolme. Niistä ensimmäinen on omistajanäkökulma. Tällä tarkoitetaan yrityksen tärkeintä velvoitetta eli voiton tuottamista sen omistajille, joka tarkoittaa yrityksen tuotannosta huolehtimista ja vapailla markkinoilla voiton maksimointia. Kyseisen näkökulma lähtee siitä, että yritys on yhteiskunnan yksi sopijapuoli. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys on sopinut muiden sopijapuolien kanssa toimittavansa tiettyjä tuotteita ja palveluita. Tämän sopimuksen perusteella yritykselle ei kuulu sopimuksen ulkopuolisia velvoitteita. Tätä kautta voitonmaksimoiminen on tässä näkökulmassa vastuullista toimintaa. Kyseisen näkökulman osalta on kritisoitu sen olettaa vapaasti kilpailtavista markkinoista, jotka eivät usein toteudu ainakaan täydellisesti. Toinen kritisoitu asia omistajanäkökulmassa on sen tapa vähätellen suhtautua yritysjohtoon mahdollisuuksiin havaita ja vaikuttaa yrityksensä toiminnan yhteiskunnalle aiheuttamia haittoja. Omistajanäkökulma on suhteellisen yhteneväinen perinteisen sidosryhmäajattelun ensimmäisen kohdan eli omistajien voiton maksimoinnin kanssa. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75; Kuisma 2001, 5–53; Kauppinen 2004, 212–232)

Toinen näkökulma yrityksen ja yhteiskunnan suhteelle on sidosryhmänäkökulma. Tämän näkökulman mukaan yritys on aktiivinen toimija yhteiskunnassa. Yritys ei tämän näkökulman mukaan ole pelkästään tarpeiden tyydyttäjä vaan myös niiden luoja vaikuttamalla omalla toiminnallaan markkinoihin. Koska yrityksellä on mahdollisuuksia vaikuttaa ympäröivään yhteiskuntaan, on sillä vastavuoroisesti velvollisuuksia yhteiskuntaa kohtaan. Tässä tilanteessa yritykselle ei riitä pelkkien voittojen maksimointi. Perinteisen sidosryhmäajattelun toinen ääripää eli sidosryhmäteoria on yhteneväinen tämän toisen näkökulman eli sidosryhmänäkökulman kanssa. Tämä siitä syystä, että kyseisessä näkökulmassa kaikki eri sidosryhmiä ja niiden merkitystä ja roolia pohditaan laajalti. Yritys nähdään tässä olevan olemassa pitkälti sidosryhmiään varten. Suhteen näihin ryhmiin perustuu lakien ohella myös sosiaalisiin ja moraalisiin sopimuksiin. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75; Kuisma 2001, 5–53; Kauppinen 2004, 212–232)

Omistajalähtöisen ja sidosryhmälähtöisen näkökulman lisäksi on olemassa kolmas modernimpi näkökulma teemaan. Tämä on laajan sosiaalisen vastuun malli. Tässä mal-



lissa yhteiskunta asettaa yrityksille tiettyjä rajoitteita ja raameja, joista yritys pystyy oikein toimiessaan saamaan myös etua. Tästä esimerkkinä voidaan nostaa ympäristölainsäädäntö ja –sopimukset, jotka toisaalta voivat rajoittaa yritystoimintaa ja määritellä päästöille rajat. Toisaalta nämä sopimukset täyttäen tai jopa ylittäen yritys voi saada positiivista arvostusta muihin kilpailijoihin nähden, joka voi pitemmällä aikavälillä myös heijastua positiivisesti osakekurssin kehitykseen. Laajan sosiaalisen vastuun mallissa yrityksen taloudellinen ja moraalinen vastuu yhteiskuntaa kohtaan on suuri. Yrityksissä tämä vastuu kanavoituu lopulta päätöksentekijöiden harteille eli luonnollisille henkilöille, jotka ovat olleet yrityksen päätöksentekijöinä. Tämän mallin mukaan yrityksen koko olemassaolon perusta on se, että pystyykö se täyttämään yhteiskunnalle velvoitteensa sitä kohtaan. Kriittikinä tätä mallia kohtaan on esitetty, että se asettaa yritykselle turhan kireät vaatimukset, joita voidaan pitää jopa epärealistisinä. (Aaltonen ym. 1999, 139–154; Kujala 2001, 15–29; Koskinen 2000, 44–75; Kuisma 2001, 5–53; Kauppinen 2004, 212–232)

Pohdintaa sidosryhmistä voidaan viedä vielä eteenpäin siten, että arvioidaan eri sidosryhmien merkitystä yritykselle. Tärkeimpänä sidosryhmänä yritykselle nähdään perinteisesti omistajat ja sijoittajat, koska heidän tuottotavoittoa varten yritykset usein on perustettu. Kyseisiä ensisijaisia sidosryhmiä voidaan kutsua myös termillä transaktioperusteiset sidosryhmät johtuen siitä, että yrityksen toiminnan jatkaminen riippuu pitkälti kyseisten sidosryhmien panoksesta. Kyseisten ryhmien lisäksi muita avainryhmiä yrityksen tulevaisuudelle ovat asiakkaat, työntekijät, rahoittajat, viranomaiset, tavarantoimittajat ja julkinen yleisö. Avainryhmien lisäksi yrityksen toiminnan vaikutukset ulottuvat myös muihin ryhmiin. Tästä syystä voidaankin sanoa, että yrityksen sidosryhmiin lukeutuvat kaikki joihin yrityksen toiminnalla on jotain vaikutusta ja heillä on jokin liittymäpinta yritykseen tai jokin muu yhteys sen toimintaan. Kyseinen yhteys voi olla negatiivinen, kuten esimerkiksi luonnon turmeltuminen tehdaspäästöjen vuoksi, tai positiivinen esimerkiksi alueelle luotujen uusien työpaikkojen muodossa. Yritykselle ydinsidosryhmistä kauemmat sidosryhmät voidaan myös luokitella käsitteen sekundaarinen sidosryhmä alle. Kyseiset sekundaariset sidosryhmän jäsenet voivat olla kiinnostuneita yrityksen toiminnasta, vaikkei heillä olekaan yritystä kohtaa mitään transaktioita. Vuorovaikutus yrityksen ja sen sidosryhmien välillä on aina kaksisuuntaista. Ensimmäiseksi se on sidosryhmistä yritykseen päin (valtavaikutus) ja myöhemmin yrityksestä sidosryhmiin päin (vastuuvaikutus). (Kujala 2001, 25–29 sekä Virtanen 2006 sekä Mätäsaho & Niskala 1997, 81–83)

Viimeisien vuosien aikana on sidosryhmäajattelu kehittynyt ympäristölaskentatoimen ja vastuullisen sijoittamisen mukana. Edellä käsitellyistä sidosryhmäteorioista moderneimmassa ympäristölaskentatoimi koetaan sidosryhmien ja yrityksen väliseksi kommunikaatioksi. Tämä kommunikaatioprosessi on yrityksen tapa vastata sidosryhmien kasvaviin tarpeisiin. Tähän teemaan liittyy myös sidosryhmäagenttimallin käsite,

jossa yhdistetään sidosryhmälähestymistapaan tilivelvollisuuden käsite. Kyseisessä mallissa sidosryhmät voidaan nähdä päämiehiksi yritykselle. Näillä päämiehillä on mahdollisuus ja valtaa vaikuttaa yrityksen päätöksentekoon. Tämän lisäksi on olemassa vielä riippuvuusteorian käsite, joka linkittyy edelliseen. Riippuvuusteorian käsitteen mukaan yrityksen menestys riippuu pelkästään yrityksen omasta kyvystä säilyttää ja hankkia resursseja. Yrityksen tulee tämän lisäksi täyttää erilaisia sidosryhmiensä asettamia vaatimuksia ja olla kuulolla niiden mahdollisista muutoksista. Yrityksen on toimittava näin, koska se on riippuvainen sidosryhmiensä resursseista ja tuesta. Tutkittaessa riippuvuusteoriaa ja sidosryhmä-agenttimallia voidaan havaita, että yritykselle tärkeillä sidosryhmillä on suurikin vaikutusvalta vaikuttaa yrityksen tekemiin päätöksiin. Tästä johtuen voimmekin vastuullisen sijoitustoiminnan lisääntyessä nähdä yhä enemmän muutoksia yritysten toiminnassa. Yritysten on pakko muuttua pikku hiljaa, jos kasvava joukko sijoittajia alkaa vaatia vastuullisuusperiaatteiden noudattamista yritystoiminnassa ja kun sijoittajat alkavat arvostaa luontoarvojen kunnioittamista voitonmaksimoinnin lisäksi. Vaikutukset yrityksen päätöksentekoon ovat sitä suurempi, mitä vaikutusvaltaisempi ja tärkeä sijoittaja yritykselle on. Sidosryhmäagenttimallia soveltaen voidaan sanoa, että yrityksen tulee muokata toimintaansa vaikutusvaltaisen sijoittajan tahdon mukaan varsinkin, jos se on eriävä yrityksen vallitsevista käytänteistä. Tämä on osaltaan mukana siinä keskustelussa, jossa on havaittavissa vastuullisuuden merkityksen kasvamisen kaikille sijoittajille. (Virtanen 2006; Kujala 2001, 15–29; Kuisma 2001, 5-53; Mätäsaho & Niskala, 1997)

## **2.2 Vastuullisesta sijoitustoiminnasta käytävä keskustelu**

Vastuullisesta sijoitustoiminnasta kiinnostunut sijoittaja pyrkii vaikuttamaan sijoitustoiminnallaan ja sijoituskohteiden vastuullisella valinnalla siihen suuntaan, että yrityskenttä muuttuu vastuullisemmaksi. Puhuttaessa vastuullisesta sijoittamisesta on aiemmin käytetty käsitettä eettinen sijoittaminen. Kyseinen käsite on jäänyt 2000-luvulla pikku hiljaa poissa käytöstä ja korvaantunut vastuullisen sijoittamisen käsitteellä. Eettisellä sijoittamisella tarkoitetaan nykyään lähinnä kristillis-normatiivista lähtökodista harjoitettavaa sijoittamista. Siinä vältetään sijoitusten tekemistä tiettyihin kielteisiin tai arvojen vastaisina koettuihin yrityksiin ja toimialoihin. Näitä tämän tyyppisiä aloja ovat usein esim. ase-, tupakka- ja alkoholiteollisuus. Eettistä sijoittamista harjoittava sijoittaja hyväksyy sen, että omien eettisten valintojensa takia pitkänaikavälin tuotto jää alhaisemmaksi. Sijoittajan kannalta eettisten rajojen määrittäminen on hankalaa esim. institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkesijoittajien kohdalla. Eläkesijoittajilla on laaja asiakaskunta, jolla on myös hyvin erilaisia moraalikäsitteitä ja näkemyksiä eettisistä valintoista kohtaan, jonka vuoksi on harvoin helppoa määritellä kaikkia asiakkaita tyydyttä-

viä ratkaisuja. Toinen ongelmakohta on se, että eettisen sijoitussalkun voimakas rajaaminen aiheuttaa sijoitussalkun hajautusmahdollisuuksien heikentymisen. Tämä puolestaan aiheuttaa pitkän aikavälin sijoitusten tuottoihin negatiivisesti. Vastuullisessa sijoittamisessa tämä seikka on paremmin, kun eettiset valinnat eivät rajoita sijoituskohteita yhtä radikaalisti kuin eettisessä sijoittamisessa. Vastuullinen ja eettinen sijoittaminen ovat erilaisia siinä suhteessa, että niillä on erilaiset työkalut toteuttaa valintoja, erilainen sijoitusfilosofia sekä erilainen tuotto-olettama. Tätä kautta vastuullinen sijoittaminen ei ole tutkimustenkaan perusteella lähtökohtaisesti tuotoltaan huonompi verrattuna ns. normaaliin sijoittamiseen. (Aaltonen ym. 1999, 303–324.; Ahola, 2011; Suomen luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen periaatteet, 2007, Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet, 2008; Könnölä & Rinne, 67–94; Boatright, 2010, 393–414; Hyske ym. 2012, 11–16; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuullisesta sijoittamisesta on Yhdysvalloissa sijoittajien keskuudessa käytetty yleensä termiä SRI eli Socially Responsible Investing, jonka voisi kääntää termillä yhteyskuntavastuullinen sijoittaminen. Kyseisen termin juuret ovat muodostuneet 1970-luvun alkupuolella, jolloin Yhdysvalloissa luotiin pohja vastuulliselle sijoitustoiminnalle. SRI termistä johdetaan myös käsite RI eli Responsible Investing. Tämä termi on yleensä käännetty suomeksi juurikin termillä vastuullinen sijoittaminen. Tätä kautta voitaneen pitää kyseisen termin käyttöä myös suomenkielisessä informaatiossa perusteltuna. Suomessa tällä hetkellä valtaosa vastuullisesta sijoittamisesta puhuvia ja sitä käyttänyttä harjoittavista käyttää juurikin terminä aiheesta vastuullinen sijoittaminen. Suomalaisissa eläkevakuutusyhtiöissä, joihin palataan tarkemmin luvussa 4, on käytetty jo jonkin aikaa juuri tätä termiä. Esimerkiksi Ilmarinen on todennut jo vuonna 2011 (Taloussanomat) eettisen ja vastuullisen sijoittamisen välillä olevan selkeä ero. Ilmarinen kokee vastuullisessa sijoittamisessa olevan kyse tiivistäen siitä, että sijoitustoiminnassa noudatetaan yleisesti hyväksyttyjä periaatteita. Näihin periaatteisiin kuuluu se, että sijoituskohteena olevassa yrityksessä noudatetaan lainsäädäntöä ja siihen rinnastettavia määräyksiä sekä se, että sijoituskohde toimii omassa toimintaympäristössä luontoa ja työntekijöidensä oikeuksia kunnioittaen. Jos vertaa tätä eettiseen sijoittajaan, on havaittavissa selkeä ero. Eettisesti toimiva sijoittaja perustaa sijoituspäätöksensä ensisijaisesti sijoittajan henkilökohtaisiin arvoihin. Eläkeyhtiöiden asiakkaina olevilla eläkeläisillä ovat jokaisella omat arvonsa, joten sijoittajana toimivan eläkeyhtiön olisi todella hankalaa muodostaa niiden perusteella omia arvoja eettisten valintojen tekemiseksi. Tästä syystä eläkeyhtiöt kokevat ja toteavat olevansa vastuullisia sijoittajia eivätkä eettisiä sijoittajia. Vastuullisen sijoittamisen termi on myös tätä nykyä käytössä Kirkon Eläkerahaston sijoitusperiaatteissa sekä Suomalaisten työeläkevakuuttajien etujärjestön TELA:n omissa vastuullisen sijoittamisen periaatteissa. Myös aihealueesta kirjoitettu suomenkielinen tutkimuskirjallisuus on 2000-luvun alusta alkaen käyttänyt vallitsevana terminä tästä aihealueesta puhuttaessa juuri vastuullisen sijoittamisen –termiä. (Aalto-

nen ym. 1999, 303–324.; Ahola, 2011; Suomen luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen periaatteet, 2007, Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet, 2008; Könnölä & Rinne, 67–94; Boatright, 2010, 393–414; Kempf & Osthoff 2008; Barreda-Tarrazona - Matallin-Saez – Balaguer-Franch 2011; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Sijoitustoimintaa harjoittavat tahot, kuten pankit ja muut sijoittajat, mielletään perinteisesti tähtäävän voiton maksimointiin ja tahoina, joille vastuullisuusasiat eivät ole niin tärkeitä. Uudempi tutkimus maalaa hiukan erilaista kuvaa tälle perinteiselle toimialalle. On havaittu, että alalla voidaan havaita olevan muitakin sitä ohjaavia arvoja kuin pelkät taloudelliset luvut, joilla tähdätään voiton maksimointiin. Uudemmassa kirjallisuudessa on käsitelty pankkialan vastuullisuutta sen yhteiskuntavastuun kautta. Kyseisen toimialan vastuullisuus voidaan jakaa kolmeen osaan. Ne ovat taloudellinen, sosiaalinen ja ekologinen vastuu. Pankeilla ja sijoittajilla on yhteiskunnassa merkittävä ohjaava rooli sijoituspäätöksiensä kautta ja tämän vuoksi alan toimintavoilla on merkitystä vastuullisesta sijoitustoiminnasta puhuttaessa. Arvioitaessa pankkien ja sijoitustoimintaa harjoittavien yhtiöiden yhteiskuntavastuuta tulee tarkastella ensimmäiseksi näiden tahojen taloudellista vastuuta. Se kattaa pankki- ja sijoitustoiminnan kannattavuuden sekä osakkeenomistajien palkitsemisen ja pankin velvollisuuden pitää oma liiketoimintansa toimivana turvatakseen markkinoiden muun toimintakyvyn. Toinen pankkien vastuualue on sosiaalinen vastuu, jolla tarkoitetaan vastuuta pankin sidosryhmistä. Kyseinen vastuu voidaan nähdä joku suppeammasta tai laajemmasta näkökulmasta. Suppeammassa näkökulmassa pankin sosiaalinen vastuu kattaa lähimmät sidosryhmät kuten työntekijät ja laajemmassa puolestaan myös toimintaympäristön. Pankin ja institutionaalisten sijoittajien toimintaan liittyy monia vastuullisuustekijöitä, joita laajempaa näkökulmaa käytettäessä olisi syytä arvioida. Kolmantena osa-alueena pankkien ja sijoittajien yhteiskuntavastuuarvioinnissa on ekologinen vastuu. Se kattaa luonnon- ja ilmastonsuojelua koskevat asiat. Sijoitus- ja pankkitoiminta itsessään eivät kuormita ympäristöä kovinkaan paljon ja muutenkin se on länsimaissa sääntelyn vuoksi jo itsessään suhteellisen vastuullista. Sen sijaan se, missä tämä ekologinen vastuu näkyy, on sijoituskohteiden valinta. Jos yritysrahoituksessa ja sijoituskohteiden valinnassa otetaan huomioon vastuullisuus ja yritystoiminnan ympäristöystävällisyys, niin pystytään vaikuttamaan sijoituskohteina olevien yhtiöiden toimintaan. Tämän mahdollisuuden käyttäminen tai käyttämättä jättäminen lopullisesti määrittelee pankin ja sijoittajan vastuullisuuden tason. (Kallio – Nurmi, 2006)

Akateemisissa maailmassa vastuullisesta sijoittamisesta on käyty jo kymmenisen vuotta debattia, joka on jo osin alkanut 1990-luvulla. Kuten edellä mainittiin, on terminologia muuttunut moneen kertaan ja terminologisesti on siirrytty eettisestä sijoittamisesta vastuulliseen sijoittamiseen. Suomessa aiheesta on kirjoittanut mm. Åbo Akademien laskentatoimen professori Lars Hassel, joka on ollut mukana yhtenä jäsenenä

Sustainable Investment Research Platform –ohjelmassa. Tavoitteena kyseisellä ohjelmalla on ollut selvittää, millaisia mahdollisuuksia vastuullisella sijoittamisella on kehittää yhteiskuntaa ja maailmaa. Yksi em. ohjelman tutkimustuloksista on ollut, että Tukholman pörssissä olevista yhtiöistä hyvin vastuullisuusasiansa hoitaneet olivat sijoittajien keskuudessa enemmän kiinnostavia verrattuna muihin yhtiöihin. Lisähuomiona oli se, että sijoittajat olivat valmiita maksamaan näiden hyvin vastuullisuusasiansa hoitaneiden yhtiöiden osakkeista enemmän kuin muista. Kyseisten tutkimustietojen perusteella Hassel on todennut jo tuolloin vastuullisen sijoittamisen suosion kasvavan ainakin Ruotsissa. Yhdysvalloissa vastaavasti on tutkijoiden keskuudessa ollut viime vuosia aiemmin kriittisempiä sävyjä vastuullisen sijoittamisen tarpeellisuudesta. Yksi tapa, kuinka asiaa on lähestytty Yhdysvalloissa, on kolmen hypoteesin malli. Siinä ensimmäisessä vastuullinen sijoittaminen olevan sellaista, ettei se lisää tai tuhoa sijoituksen arvoa huomioidessa riskikorjatut tulot. Toinen hypoteesi on se, että vastuullinen sijoittamisen portfoliot tuottavat alhaisempaa ennakoitua tulosta verrattuna vastaaviin ns. normaaleihin portfolioihin. Tämä oletamus perustuu siihen, että vastuulliset sijoittajat ovat kykeneviä vaikuttamaan vastuullisesti toimivien yhtiöiden arvoon ylöspäin sillä, että he ajavat alas odotetut tuotot ja pääomakustannukset. Kolmantena ja viimeisenä hypoteesina on se, että vastuullisen sijoittamisen osakkeiden osalta odotetut tuotot ovat korkeampia kuin normaaleilla osakkeilla. Tämä voi johtua siitä, että markkinat eivät ole hinnoitelleet vastuullista sijoittamista oikein. Tutkijat ovat olleet myös sitä mieltä Yhdysvalloissa, että sijoittajat saattavat aliarvioivat todennäköisyyden sille, että negatiivista informaatiota tullaan julkaisemaan yhtiöistä, joita on tyypillisesti pidetty kiistanalaisina vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna. Tämä informaatio vaikuttaa näet samalla myös vastuullisesti toimivien yhtiöiden arvoon. (Taipale, 2009; Hamilton – Jo – Statman 1993; Moskowitz 1972; Bauer ym. 2005; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014; Margolis – Elfenbein – Walsh 2009)

Yhdysvalloissa on perinteisesti lähdetty siitä olettamasta, jota myös 1990-luvun tutkimukset tukivat, että vastuullisuusskriinaus sijoitustoiminnassa johtaa samankaltaiseen tai hiukan huonompaan tulokseen verrattuna ns. normaaleihin portfolioihin. Eri tutkimuksissa todettiin tuolloin, ettei vastuullisesti skriinatuilla ja skriinaamattomilla sijoituskohteiden tuotoilla ollut merkittävää eroa havaittavissa. Samankaltaisia tuloksia on saatu 2000-luvulla Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa, jossa tutkittiin erilaisia rahastoja. Ensinnäkin tutkimuksissa ei havaittu tilastollisesti merkittävää eroa eettisen ja perinteisten rahastojen välillä tuloksen suhteen, kun oli tuloksissa huomioitu yleiset tekijät, kuten rahaton koko, kirjanpitoarvo ja kehitys. Toisena havaintona oli se, että vastuulliset sijoitusrahastot osoittavat erilaisen tavan investoida verrattuna tavanomaisiin rahastoihin. Esimerkiksi vastuulliset rahastot ovat tyypillisesti vähemmän herkkiä markkinoiden tuottojen vaihtelulle verrattuna perinteisiin rahastoihin. Tämän lisäksi erityisesti Iso-Britanniassa ja Saksassa vastuulliset sijoitusrahastot ovat mukana pienissä

yhtiöissä kun samaan aikaan Yhdysvalloissa vastuulliset rahastot ovat investoineet enemmän suurempiin yhtiöihin. On vielä hyvä huomata, että vastuulliset sijoitusrahastot pyrkivät olla enemmän kasvuorientoituneita tai vähemmän arvo-orientoituneita. Tutkimusten tulokset osoittivat, että vastuullisten sijoitusrahastojen tuotot olivat vertailtuihin ns. normaaleihin rahastoihin nähden samalla tasolla. Näiden tutkimusten tulokset tukivat käsitystä siitä, että vastuulliset sijoitusrahastot ovat menneet läpi ns. kiinniottamisvaiheen (catch up period) mahdollisesti oppimisen kautta. Vastuulliset sijoitusrahastot tuottivat vertailtuihin muihin rahastoihin nähden 1990-luvun alkupuolella heikommin. Tämän jälkeen vastuulliset rahastot ovat tarjonneet keskimäärin riskikorjattuna tuottona samankaltaisia tuottoja verrattuna perinteisiin rahastoihin 1990-luvun loppupuolelta alkaen. Näissä tutkimuksissa myös tutkittiin vastuullisten rahastojen tuottoa vertailemalla sitä vastuullisten osakeindeksien kanssa. Yllättävänä havaintona havaittiin, että vastuulliset indeksit selittivät huonommin kuin tavalliset indeksit vastuullisten sijoitusrahastojen tuottoja. Tämä ei kuitenkaan vaikuttanut tutkijoiden muihin näkemyksiin vastuullisista rahastoista. Syitä, miksi vastuullisella sijoittamisella voidaan saada etua perinteisiin sijoituskohteisiin nähden, ovat erilaisten riskien toteutumisen pienempi todennäköisyys. Tätä on tutkittu tutkimuksissa ja havaintojen perusteella vastuullisesti toimivat yritykset kokevat epätodennäköisemmin negatiivisia tapahtumia koskien päästöjä luontoon, kokevat vähemmän työntekijöihin liittyviä oikeuskiistoja ja muutenkin ovat vähemmän negatiivisissa yhteyksissä tekemisissä viranomaisten ja julkisen vallan kanssa. Tätä kautta sijoittajalle ei vastuulliseen sijoituskohteeseen sijoittaessaan tarvitse riskiarviossaan huomioida näitä tekijöitä, joka puolestaan vähentää sijoituskohteen riskin määrää. (Bauer ym. 2005; Diltz 1995; Guerard 1997; Sauer 1997; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014; Margolis ym. 2009)

Yhdysvaltalaisessa akateemisessa keskustelussa on tutkittu mm. vastuullisen sijoittamisen ja investointipäätöksen teon välistä keskinäistä suhdetta. Tähän liittyvä akateeminen keskustelu ja tutkimukset voidaan jakaa analyysiin sosiaalisiin, psykologisiin ja jopa filosofisiin näkökulmiin koskien sijoittajien selityksiä vastuulliselle sijoitustoiminnalle. Lisäksi on tutkittu potentiaalisia mahdollisia kustannuksia, joita vastuullisesta sijoittamisesta seuraa verrattuna muuhun ns. perinteiseen sijoittamiseen huomioiden tuottoluvut. Akateeminen yhteisö on myös osoittanut kasvavaa mielenkiintoa vastuullisen sijoittamisen analyysiä kohtaan, jossa analysoidaan vastuullisen sijoitustoiminnan tuottoja. Tutkimuksissa ei ole havaittu olevan merkittävää riippuvuutta vastuullisen sijoittamisen yksittäisten osien ja tuottojen välillä. Yhdysvaltalaisessa keskustelussa on vastuullisesta sijoittamisesta välillä myös käytetty termiä markkinarakosijoittaminen. Vastuullinen sijoittaminen on nähty globaaliksi ilmiöksi, joka perustuu taloudelliset hyötyjen suhteuttamiseen arvojen kanssa sisällyttäen ympäristö-, sosiaali- ja hyvän hallintotavan tekijät sijoitusprosessiin. Toisin sanoen vastuullista sijoittamista voidaan kutsua sijoitusstrategiaksi, jossa tavoitellaan samana aikaan taloudellisen edun ja sosiaali-

sen hyödyn toteutumista. Vastuullisesta sijoittamisesta voidaan myös osoittaa kolme pääaktiviteettia, jotka ovat sijoitusten taloudellinen tuottavuus, yritysten sosiaalinen suorituskky ja ekologinen koskemattomuus. (Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Barreda-Tarrazona ym. 2011; Climent & Soriano 2011; Bello 2005; Pivo 2005; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014; Margolis ym. 2009)

## 2.3 Eri tapoja sijoittaa vastuullisesti

Vastuullista sijoittamista voivat harjoittaa niin institutionaaliset sijoittajat, rahastot kuin muut organisaatiot sekä yksityishenkilötkin. Vastuullisessa sijoittamisessa selkeimpänä erona ns. normaaliin sijoittamiseen nähden on se, että sijoittaja on määritellyt tiettyjä lisäkriteerejä sijoituskohteille perinteisten taloudellisten kriteerien lisäksi. Vastuullinen sijoittaja siis asettaa perinteisen taloudellisen arvioinnin ja analyysin lisäksi lisäkriteerejä vastuullisuusnäkökulmasta, jotka ovat mukana perusteluissa valittaessa esimerkiksi osakkeita sijoittajan salkkuun. Itse vastuullista sijoittamista voi tehdä monella eri tavalla. Sijoittaja valitsee itselleen ensiksi hänelle parhaiten sopivan näkökulman, jolla hän huomioi vastuullisuuden sijoitussalkussaan. Perinteisiä näkökulmia harjoittaa vastuullista sijoittamista ovat poissulkeminen, integroitu sijoittaminen, teemasijoittaminen, aktiivinen omistajuus, suosiminen ja normipohjainen tarkastelu. Ehkä yksikertaisin ja perinteisin tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista on tehdä suoria osakesijoituksia tai hyödyntää vastuullisia sijoitusrahastoja. Tämänkaltaisia vastuullisia sijoitusrahastoja on maailmanlaajuisesti tarjolla useita. Myös Suomesta löytyy nykyään tämän tyyppisiä rahastoja useita. Tämän kaltainen vastuullisten sijoitusrahastojen käyttäminen soveltuu sijoittajalle, jolla ei ole käytettävissä omia resursseja vastuullisten sijoituskohteiden valintaan. Tätä aihealuetta sivutaan tarkemmin luvussa 4, jossa käydään läpi tutkittujen suomalaisten eläkesijoittajien tapaa harjoittaa vastuullista sijoittamista. (Kuisma 2001; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 11–23.)

Yksi tapa lähestyä vastuullista sijoittamista on pohtia, millaiset sijoituskohteet ovat ympäristön kannalta parhaita. Pohdittaessa ympäristön kannalta parhaita sijoitusvaihtoehtoja voidaan aihepiiriä lähestyä kolmella eri tavalla. Näistä tavoista ensimmäinen on sijoittajan keskittyminen juuri ympäristölähtöiseen sijoittamiseen ja laajemmin vastuulliseen sijoittamiseen. Toinen tapa on välttää sijoittamista yrityksiin, joiden toimintaan liittyy ympäristön kannalta selkeästi havaittavissa olevia riskejä esimerkiksi mahdollisesta ympäristön turmeltumisesta. Kolmas näkökulma ja tapa sijoittaa on aktiivinen sijoitustapa, jossa etsitään omatoimisesti ekokilpailukykyisiä yrityksiä, jotka ovat omien toimiansa ansiosta pystyneet erottautumaan kilpailijoistaan positiivisesti sekä ovat luoneet ympäristöarvojen soveltamisen kautta itselleen kannattavaa liiketoimintaa. Näistä edellä mainituista keinoista yleisin on ollut historiassa välttää sijoittamasta ympäristöä

turmeleisiin yrityksiin, koska niihin liittyy myös pidemmällä aikavälillä arvonlaskun riski. Yleensä tällöin rajana on pidetty selkeää ympäristön turmelemista, jota ei voida pitää normaalina yritystoimintaan kuuluvana luonnonvarojen käyttönä. Sijoittajan kannalta tämänkaltainen toiminta on rationaalista jo pelkästään siitä syystä, että ympäristöasioiden huono hoitaminen johtaa monesti yrityksen arvonlaskuun. Tätä riskiä sijoittajat haluavat välttää ja siksi myös sijoitukset ympäristönäkökulmasta katsottuna heikkoihin yrityksiin ovat vähäisiä. Suomalaisessakin keskustelussa on noussut esiin ympäristövahinkojen yritykselle tuomat oikeudenkäynti- ja vahingonkorvauskustannukset, jotka suoraan ovat vaikuttaneet yrityksen arvoon negatiivisesti osakemarkkinoilla. Siksi on hyvä havaita, ettei ympäristöarvojen hyödyntäminen sijoituskohteiden valinnassa tapahdu sijoittajalla pelkästään ympäristönsuojeluhajujen vuoksi, vaan sijoitusten arvon turvaamisen vuoksi. (Kuisma, 2001, 7-13; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuullista sijoitustoimintaa voi harjoittaa myös lähtemällä omistajaksi yritykseen esim. pääomasijoittajana tai osallistumalla osakeantiin. Omistajaksi ryhtyessään sijoittajan on syytä perehtyä mahdollisuuksien mukaan vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna tärkeisiin lähteisiin kuten esim. yhteiskuntavastuuraportteihin ja yrityksen vuosikertomuksien yhteiskuntavastuuosioihin. Näiden lähteiden avulla sijoittaja voi yrittää selvittää sijoituskohteen vastuullisuuden tasoa ja asennoitumista vastuullisuusasioihin ylipäänsä. Jos sijoittaja lähtee osakesijoituksella mukaan isompaan yritykseen, on yleensä omistusosuus suhteellisen pieni. Tämä vaikuttaa luonnollisesti mahdollisuuksiin vaikuttaa yrityksen toiminnan vastuullisuuteen ja vastuullisuusasioihin ylipäänsä. Tätä kautta vaikutukset vastuullisesti toimivien yritysten määrään ovat tämänkaltaisella vaikuttamisella suhteellisen pienet. Helpointa vaikuttaa sijoituskohteena toimivan yrityksen vastuullisuusasioihin on olla mukana perustamassa omistajan roolissa yritystä, joka tavoittelee vastuullisen toiminnan ansiosta myös arvonnousua. Sijoitukset pörssin välityksellä suuriin jo toiminnassa oleviin yrityksiin ovat sijoittajalle helpompia, koska näiltä yrityksiltä yleensä löytyy edellä mainittua vastuullisuusinformaatiota. Hyödynnettäessä suoria osakesijoituksia joutuu sijoittaja tekemään huomattavasti suuremman taustatyön sijoituskohteen vastuullisuudesta ja sen tilasta verrattuna sijoittajaan, joka hyödyntää vastuullisia sijoitusrahastoja. Toisaalta suorilla sijoituksilla saadaan juuri valittua niitä yrityksiä, jotka koetaan taloudellisten ja vastuullisuus periaatteiden pohjalta järkevimiksi sijoituskohteiksi. Rahastosijoitusten osalta salkunhoitajalla on toimivalta rahaston sääntöjen sallimissa rajoissa määritellä sijoituskohteet rahastosäästäjän puolesta. Vastuullisuusasioiden pohtiminen on näin ulkoistettu salkunhoitajalle. Toki sijoittaja voi vertailla ennen sijoituspäätöksen tekemistä eri rahastoyhtiöitä ja rahastoja sekä niiden taustalla vaikuttavia periaatteita. Jokainen sijoittaja joutuu päättämään, haluaako pitää vastuullisuuteen liittyvän päättävällän itsellään vai luottaako toisen tekemän myös sijoittajan näkökulmasta katsottuna hyviä päätöksiä. (Sparkes, 2002, 21–42)



Rakennettaessa omaa sijoitussalkkua tulee tutkia eri taloudellisia perusteita, joiden avulla valitaan sijoituskohteet. Näiden taloudellisten perusteiden lisäksi vastuullisesti toimivan sijoittajan tulee pohtia sijoituskohteen vastuullisuutta, jota voidaan arvioida kuudella eri tavalla. Näitä ovat ensiksi sijoittaminen vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna positiivisiin toimialoihin, toiseksi välttää negatiiviseksi koettuja toimialoja tai yrityksiä, kolmanneksi toimia aktiivisena osakkeenomistajana, neljänneksi valita eri toimialoilta kyseisen toimialan vastuullisempia yrityksiä, viidenneksi investoida uuden teknologian yrityksiin sekä kuudenneksi harrastaa SRI-opitointia. Kyseisistä tavoista ensimmäistä kutsutaan myös nimellä positiivinen arvottaminen (positive screening), jota käytetään nykyään paljon perinteisen negatiivisen arvottamisen lisäksi tai sen tilalla. Positiivisella arvottamisella tarkoitetaan toimintamallia, jossa haetaan omalta toimialaltaan vastuullisuus- ja ympäristönormeiltaan kilpailijayrityksiä parempia ja edelläkävijöitä vastuullisuusasioissa. Toisena listalla oleva tiettyjen alojen karttaminen sijoituskohteena on toiselta nimeltään negatiivinen arvottaminen (negative screening), joka on perinteisin ja vanhin vastuullisen sijoittamisen sijoituskohteiden valintamenetelmä. Siinä sijoittaja poissulkee salkkunsu ulkopuolelle joukon toimialoja ja yrityksiä, jotka koetaan sijoittajan oman vastuullisen sijoittamisen ohjeiston vastaisiksi. Kyseisen kaltaisia yleisesti poissuljettuja aloja ovat tupakka-, alkoholi-, aikuisviihde-, ase- ja uhkapeli-teollisuus. Kolmas tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista on halu toimia aktiivisena omistajana, joka vaikuttaa omistavansa yrityksen toimintaan ja sen vastuullisuuteen. Näillä keinoilla vastuullinen sijoittaja pyrkii tekemään sijoituskohteesta vastuullisemman ja soveliaan sijoittajalle pitkäaikaiseksi sijoituskohteeksi. Neljäs tapa on valita sijoituskohteeksi eri toimialoilta kyseisen toimialan vastuullisin yritys. Tätä menetelmää kutsutaan myös nimellä paras luokassa (best-in-class). Kyseinen menetelmä on nykyään negatiivista arvottamista suositumpi keino valita vastuullisia sijoituskohteita, koska siinä ei suljeta mitään toimialaa pois vaan sijoitusten pohjalla on toimialakohtainen analyysi vastuullisuuden tilasta jokaisessa yrityksessä erikseen. Kyseinen menetelmä on ollut suosittu esim. institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkesijoittajien, keskuudessa. Viides tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista on sijoittaa kokonaan uuteen teknologiaan, joka voi olla suhteellisen haasteellinen ja korkean riskin sisältävä tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista. Uuden teknologian yrityksissä on aina se riski, ettei teknologia lyö lopullisesti läpi ja tätä kautta investointeja ei saada kannattaviksi. Toisaalta tätä kautta voi sijoittaja olla edesauttamassa tarpeellisesti innovaatioiden kaupallistamista. Kuudes ja näistä em. tavoista viimeinen on SRI-optimointi. Sillä tarkoitetaan vastuullista sijoitustapaa, jossa sijoitukset pohjautuvat vastuullisen sijoittamisen indeksien hyödyntämiseen sekä samalla vältetään sijoittajan itsensä määrittelemiä toimialoja. (Kuisma 2001; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Dembinski – Bonvin – Dommen – Monnet, 2003; Sparkes, 2002, 21–42; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

Vastuullisuuden merkitystä sijoitusrahaston tai sijoituskohteen tuotolle ylipäänsä voidaan arvioida pääasiassa kahdella tavalla, jotka ovat yritystaso ja vastuullisen sijoitussalkun taso. Vastuullinen sijoittaja voi hyödyntää tässä kolmea päästrategiaa: arvottaa valikoidut sijoituskohteet, toimia aktiivisena osakkeenomistajana ja ohjata investointeja tarvituille aloille. Näistä ensimmäisessä eli arvottamisstrategiassa sijoittaja hyödyntää erilaisia skriinauksia tai kriteereitä valikoidessaan osakkeita. Kaksi päätapaa hyödyntää arvottamista on negatiivinen arvottaminen ja positiivinen arvottaminen. Näistä negatiivisessa vältetään tiettyjä toimialoja, kuten ase- tupakka- ydinvoima- ja uhkapeli-teollisuus, ja positiivisessa tunnistetaan niitä toimialoja, jotka hyötyvät vastuullisuudesta. Tätä kautta sitten valitaan sijoituskohteet omaan sijoitussalkkuun. Osakkeenomistajan vaikuttamisstrategiassa sijoittaja voi ostaa osakkeita, jotka olisivat jääneet ensimmäisessä strategiassa ostamatta, koska sijoittaja tavoittelee pystyvänsä muuttamaan yrityksen toimintatapaa ja arvoja. Vastuullinen sijoittaja pyrkii tällöin vaikuttamaan yrityksen johtoon, että ne ottavat hoitaakseen mahdolliset ongelmat ympäristö-, sosiaalisissa tai hyvään hallintotapaan liittyvissä asioissa. Suuri etu tässä strategiassa on se, että sijoittaja pystyy hyötymään yrityksen osakkeen arvonkehityksestä ja saa osinkoja yhdessä sen kanssa, että kykenee muuttamaan yhtiön toimintatapoja. Negatiivisena puolella tässä strategiassa on se, että se vaatii sijoittajalta paljon sitoutumista ja pääomia. Kolmas strategia on investointien ohjaaminen vastuullisille toimialoille ja yrityksiin ympäri maailmaa, joilla ei ole ollut niin helppoa saada rahoitusta tai sijoituksia perinteisiä kanavia pitkin. Yleisin väärinymmärrys on, että tämän tyyppiset sijoitukset ovat lahjoituksia. Erilaiset investointirahastot ja organisaatiot harrastavat juuri tämän tyyppistä strategiaa vaikuttaa ja lisätä vastuullista sijoitustoimintaa. (What is ESG? 2015; Slapikaitė & Tamosiuniene 2013; Renneboog ym. 2008; Nofsinger & Varma 2014)

## 2.4 Vastuullinen sijoittaminen – yhteenveto teemasta

Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa tiivistäen yhteiskunnallisen vastuun, ihmisoikeuksien ja ympäristöarvojen huomioimista sijoitustoiminnassa ja sijoituskohteiden valinnassa. Syitä vastuullisen sijoittamisen kiinnostuksen kasvuun on monia. Asia on ollut esillä eri kansalaisjärjestöjen toimesta ja siitä on keskusteltu paljon viimeisen vuosikymmenen aikana. Samalla sijoittajien halu huomioida sijoitustoiminnassa entistä paremmin myös näitä muita, kuin taloudellisia, tekijöitä eli vastuullisuustekijöitä on kasvanut. Sijoittajat eivät kuitenkaan halua tinkiä samalla tuotosta, joten keskustelun keskiössä on ollut näiden eri puolien yhdistäminen. Vastuullisella sijoittamisella on jossakin muodossa ollut jo suhteellisen pitkä historia riippuen, mistä katsotaan nykyisen vastuullisen sijoitustoiminnan alkaneen. Maailman ensimmäiset vastuulliset sijoitusrahastot olivat ns. eettisiä rahastoja, jotka perustettiin jo 60- ja 70-luvuilla. Suuren yleisön tie-

toisuuteen vastuullinen sijoittaminen on tullut vasta viimeisen kymmenen vuoden aikana. Euroopassa eräät maat, Suomi mukaan lukien, saivat omat vastuulliset sijoitusrahastonsa vasta 90-luvun lopulla. (Boatright 2010, 393–414; Sparkes 2002, 21–42; Bengtsson 2008. Margolis ym. 2009)

Vastuullisen sijoitustoiminnan sijoittajalle tuottamaa lisäarvoa on myös jonkin verran tutkittu. Tutkimusten mukaan vastuulliset sijoitukset ovat vähintäänkin yhtä kilpailukykyisiä, ellei jopa parempia, verrattuna niin sanottuihin perinteisiin sijoituksiin. Tästä huolimatta osa sijoittajista pitää yhä vastuullista sijoittamista automaattisesti valintana, jossa sijoittaja tyytyy pienempään tuottoon saavuttaakseen asettamansa vastuullisuusvaateet. Vastuullisen sijoittamisen harjoittamisesta ja sijoituksen tuotosta siihen liittyen on tehty tutkimuksia varsinkin Yhdysvalloissa, jossa monet tutkimukset ja aiheesta kirjoitettu kirjallisuus osoittaa linkin hyvän ympäristönsuojelun tason ja korkean yrityksen tuottavuuden välillä. Varsinkin arvioitaessa taloudellista toimintaa voidaan saavuttaa korrelaatio ympäristö- ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Tästä huolimatta vastuullinen sijoittaminen ja sen tuottavuus on pysynyt keskustelun aiheena. Yhdysvalloissa on verrattu yhdysvaltalaisia vastuullisia sijoitusrahastoja ns. tavallisiin rahastoihin. Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että ei ole löydettävissä eroja eri rahastoryhmien välisissä riskisuhteutetuissa tuotoissa. Joidenkin selvityksien mukaan on olemassa jopa näyttöä siitä, että vastuullinen rahasto voisi saavuttaa paremman riskisuhteutetun tuoton kuin tavallinen rahasto. Tutkimuksissa on myös havaittu, että useimmat taloudelliset arvot eivät sisällä vastuullisia tekijöitä kun arvioidaan esim. rahaston tuottoa. Haluttaessa selvittää se, onko taloudellisella ja vastuullisilla arvioilla riippuvuutta keskenään, on tehty vertailua Morningstarin vertailun eli tähtiluokittelun ja NIS-luokittelun eli sydänluokittelun kanssa. Morningstarin vertailu koskee rahaston menneen tuloksen vertaamista, joka on arvioitu skaalalla yhdestä viiteen tähteen. Yhden tähden rahasto on huonoin ryhmässä ja viiden tähden rahasto on parhain menneen tuoton perusteella. NIS-vertailu arvioi sitä, kuinka sijoitusrahasto itse todistaa ja verifioi antamansa vastuullisuustiedon joko informoiden sijoittajia tai kirjallisen politiikan avulla. Kyseisessä tutkimuksessa vertailtiin 57 vastuullista rahastoa, joilla oli molemmissa arvioissa arvosanana asteikolla 1-5. Tutkimuksessa haettiin korrelaatiokerrointa mitata, missä määrin kaksi erilaista luokitusta ovat verrannollisia. Korrelaatio vaihtelee -1 ja +1 välillä, jossa -1 indikoi täydellistä negatiivista korrelaatiota ja +1 täydellistä positiivista korrelaatiota. Korrelaation selvittämiseksi molempien arvioiden osalta laskettiin keskiarvo, varianssi ja keskihajonta. Näissä selvisi jo, että NIS-luokittelussa samat rahastot olivat saaneet korkeamman keskiarvon eli 4,25 verrattuna Morningstarin 2,95-tulokseen. Tämä tulos jo kertoi, että tutkitut rahastot arvioitiin korkeasti vastuullisiksi. Toinen havainto oli, että Morningstarin vertailussa keskihajonta oli hiukan pienempi, joka tarkoittaa että eri rahastojen arvosanat erosivat vähemmän keskiarvosta. Korrelaatio NIS- ja Morningstar-vertailujen välillä oli näiden tietojen perusteella laskettuna positiivinen. Tämä tarkoittaa siis sitä,

että arvosanat liikkuvat samaan suuntaa. Eli jos rahasto sai toisessa paremman arvostuksen, niin se indikoi myös hyvää arvostusta toisessa vertailussa. Korrelaatiokerroin oli 0,14, joka tarkoittaa heikkoa tai ei niin merkittävää korrelaatiota. Tätä kautta ei voida tehdä sitä johtopäätöstä, että toisen arvion perusteella voidaan ennakoita toisen tulosta. (Investori, 2011; Rubin, 2008; Benson – Brailsford – Humphrey, 2006; Hill – Ainscough – Shank – Manullag, 2006; Boasson- Boasson – Cheng, 2011; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Radu & Funaru 2011, Morningster Sector Methodology 2008; Benz 2011)

Euroopassa vastaavaa aihealuetta on tutkinut rahastoja arvioiva Morningstar omassa selvityksessään. Siinä saatiin selville, että 21 prosenttia vastuullisista rahastoista, joilla oli tutkimuksessa vaadittu kolmen vuoden tuottohistoria, olivat saavuttaneet arvioinnissa korkeimmat viisi tähteä viisiportaisella arviointiasteikolla. Näiden tutkimusten ja muun aiheesta tehdyn tutkimuksen perusteella voidaan sanoa, että vastuulliset sijoitusrahastot ja sijoitukset ylipäänsä tuottavat vähintäänkin yhtä hyvin kuin ns. tavalliset sijoitusrahastot ja sijoitukset. Tähän arvioon vaikuttaa se seikka, että vastuullisesti toimiva yritys on pidemmälle aikavälillä todennäköisesti se, joka hyötyy kiristyvistä sääte-lystä esim. ympäristönormien ja työntekijöiden olojen saralla. Tätä kautta vastuulliset yritykset ovat jatkossa nykyistä kilpailukykyisempiä pitkällä aikavälillä. Vastuulliseen sijoittamiseen sijoittajaa kannustaa myös se seikka, että huomioiden moderni sidosryh-mäteoria voidaan tajuta vastuullisen sijoittamisen vaikuttavan myös sijoituksia tekevän yrityksen imagoon ja arvostukseen. Nämä puolestaan pidemmän ajan kuluessa aina vai-kuttavat myös yrityksen arvoon. (Investori, 2011; Rubin, 2008; Benson – Brailsford – Humphrey, 2006; Hill – Ainscough – Shank – Manullag, 2006; Boasson- Boasson – Cheng, 2011; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Radu & Funaru 2011; Morningster Sec-tor Methodology 2008; Benz 2011)

Itse termin määrittely on myös seikka, joka on tässä yhteydessä hyvä huomata. Vas-tuullisen sijoittamisen ja eettisen sijoittamisen käsitteet, jotka ovat historiassa olleet käytössä osittain rinnakkain, ovat nyttemmin eriytyneet tarkoittamaan eri asioita. Tästä johtuen on syytä selvittää jokaisen yrityksen osalta, kumpaa käsitettä he tarkoittavat ja mitä he tarkoittavat ylipäänsä puhuessaan vastuullisesti sijoitustoiminnasta. Käsitteistön harmonisoituminen on osioittain poistanut tätä riskiä väärintulkintoihin. Vastuullisen sijoittamisen harjoittaminen sinällään on saatavissa olevan materiaalin avulla jo mah-dollista sijoittajan resursseista huolimatta. (Boatright, 2010, 393–414; Rubin, 2008; Benson ym. 2006.)

### 3 LÄHTEITÄ YRITYSTEN VASTUULLISUUDEN ARVIOINTIIN

Vastuullisella sijoittajalla on käytettävissään erilaisia lähteitä tehdessään arviota sijoituskohteen vastuullisuudesta. Jokainen sijoittaja ja muu taho määrittelee vastuullisuuden omalla tavallaan. Määritelmä, että jokin sijoituskohte on vastuullinen, on aina sen arvioon tehneen tahon subjektiivinen näkemys asiasta. Näkemykset eroavat eri toimijoiden välillä riippuen kunkin taustalla vaikuttavista arvoista ja asioiden painotuksista. Toiset sijoittajat arvostavat enemmän esimerkiksi ympäristöarvojen huomioimista yritystoiminnassa ja toiset puolestaan vastuullisten työolojen huomioimista. Tästä syystä voi tutkimisen jälkeen eri sijoittajat saada täysin eri arvion siitä, onko tutkittu yhtiö vastuullinen sijoituskohte vai ei. Saatavilla oleva informaatio potentiaalisena sijoituskohteena olevan yrityksen vastuullisuudesta on usein yrityksen itsensä tuottamaa. Tällaista materiaalia ovat mm. yrityksen vastuullisuusraportit ja vuosikertomuksen vastuullisuusosiot. Lisäksi on olemassa yrityksen ulkopuolella tuotettua materiaalia vastuullisuudesta. Hyödynnettäessä yrityksen itse tuottamaa materiaalia, kuten vastuullisuusraportteja, on hyvä huomioida niiden subjektiivisuus. Kun raportin on laatinut yritys itse, eivät kaikki vastuullisuuden arviointiin tarvittavat tiedot ole välttämättä tuotu esiin raportoinnissa. Lisäksi tietojen esitystapaa ei ole yleisesti standardoitu, joten tästäkin syystä pitää olla eri yritysten tietoja vertaillen tarkkana. On myös hyvä tarkastelussa hyödyntää ulkopuolisia lähteitä. Tässä luvussa käydään tarkemmin läpi niitä lähteitä, joiden käyttöä on selvitetty luvussa 4 tutkittujen eläkesijoittajien osalta. (Hyske ym. 2012, 140–145)

#### 3.1 UNPRI-periaatteet

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (United Nation's Principles for Responsible Investment, UNPRI) määriteltiin vuonna 2006. PRI-periaatteet laadittiin aikanaan YK:n pääsihteerin Kofi Annanin kokoaman sijoittajaryhmän yhteistyön tuloksena vuonna 2005. Kyseinen periaatteita laatinut työryhmä koostui kahdestakymmenestä instituutionaalisen sijoittajan edustajasta, jotka tulivat yhteensä kahdestatoista eri maasta. PRI:n allekirjoittaneiden joukossa oli tuon jälkeen tahoja, jotka kattoivat vuonna 2010 jo huomattavan osan koko maailman sijoitusvarallisuudesta. Jo tuolloin allekirjoittaneita organisaatioita oli n. 800 kpl. Prosessia koordinoivat YK:n ympäristöohjelman UNEPin rahoitusalan hanke FI 2010 (Finance Initiative) ja Global Compact. PRI ei ole nimes-tään huolimatta kuitenkaan virallinen YK:n alainen organisaatio. YK:n läsnäolo organisaatiossa toteutuu siten, että YK:lla on PRI:ssä hallintoneuvostossa kaksi edustajaa omien organisaatioidensa kautta. Ne määrittelevät sen, millä tavalla sijoittamisessa tulee ottaa huomioon yhteiskunnalliseen vastuuseen, hyvään hallintotapaan ja ympäristöön liittyvät seikat. Kyseiset periaatteet koskevat ympäristövastuuta, sosiaalista vastuuta ja

hyvää hallintotapaa (ESG: environmental, social, governance). Aihealueesta on jo tehty jonkin verran akateemista tutkimusta, jonka perusteella on todettu PRI:llä olevan mahdollisuus vaikuttaa globaalisti vastuulliseen sijoittamiseen. Tämä johtuu siitä, että allekirjoittaneita sijoittajia ja muita toimijoita alkaa olla jo niin paljon. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

PRI-periaatteet allekirjoittanut yritys tai yhteisö sitoutuu sijoittajana kuuden periaatteen toteuttamiseen. Ensinnäkin tulee sitoutua ottamaan ESG-näkökulma osaksi sijoitusanalyysiä ja päätöksentekoa. Käytännön toiminnassa tämä voi näkyä siten, että sijoittaja mainitsee ESG-asiat sijoituspolitiikassaan sekä lisäksi edesauttaa ESG-analyysin, työkalujen ja tilastojen kehitystyötä. PRI-periaatteen allekirjoittaja pyrkii myös edesauttamaan omien ja ulkopuolisten salkunhoitajien kykyä sisällyttää ESG-asiat omaan toimintaansa. PRI-periaatteiden allekirjoittaja myös pyrkii omilla toimillaan tukemaan akateemista ja muuta alan tutkimusta koskien ESG-asioita sekä järjestämään sijoittajille koulutuksia aiheesta. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Toiseksi sijoittaja sitoutuu toimimaan aktiivisena omistajana ja sisällyttämään ESG-näkökulman omistuskäytäntöihinsä. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että sijoittaja kehittää omaa organisaatiotaan ja julkaista omistajapolitiikka. Lisäksi tulisi toimia aktiivisesti niiden yhtiöiden yhtiökokouksissa, joita kyseinen sijoittaja omistaa. Tätä kautta tavoitteena on aikaan saada vuorovaikutustilanne, jonka avulla kyetään kehittämään sijoituskohteena olevan yhtiön standardeja, periaatteita sekä valvontaa liittyen ESG-asioihin. Sijoittajalla on mahdollisuus vaikuttaa yhtiökokousten kautta huomioimalla pitkän aikavälin ESG-näkökulmat. Lisäksi aktiivinen omistaja pyrkii vaikuttamaan myös rahaston- ja salkunhoitajiin kannustamalla niitä mm. osallistumaan ESG-vaikuttamisprojekteihin. Muita keinoja voivat olla erilaiset vaikuttamisaloitteet. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Kolmanneksi yritys sitoutuu edistämään sijoituskohteiden asianmukaista raportointia ESG-näkökulmasta. Tällä tarkoitetaan sijoittajan esittämää toivetta sijoituskohteena olevalle yritykselle raportoida ESG-asioista standardimuotoisesti. Yksi tällainen raportointitapa on GRI eli Global Reporting Initiative. Lisäksi sijoittaja pyrkii kannustamaan sijoituskohdetta sisällyttämään ESG-asioden raportoinnin vuosikertomuksen osaksi. Sijoittajan keinovalikoimassa on myös kysellä sijoituskohteelta, kuinka he noudattavat mm. eri normeja ja standardeja. Kyselemällä näistä asioista kannustetaan yrityksiä sitoutumaan kansainvälisiin ja kansallisiin sitoumuksiin, joiden tavoitteena on ESG-asioden parempi huomioiminen yritystoiminnassa. Ylipäänsä avoin raportointi aiheesta on se lähtökohta, johon yhtiökokousaloitteiden ja muun vaikuttamisen kautta sijoittajan tulisi sijoituskohdettaan ohjata. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Neljänneksi yritys sitoutuu edistämään vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönottoa ja hyväksymistä sijoitustoimialalla. Yksi tehokkaimmista keinoista vaikuttaa tähän on ottaa käyttöön palvelutuottajien valintakriteeristön osana ESG-asiat. Tällöin palveluntuottajat arvotetaan paremmuusjärjestykseen myös sen mukaan kuinka ne huomioivat ESG-asiat omassa toiminnassaan. Aktiivinen ja vastuullinen sijoittaja toimii tässä myös aloitteellisesti kommunikoiden sijoituspalveluiden tarjoajien kanssa sekä kontaktoiden erityisesti ne toimijat, joilla on ongelmia täyttää ESG-vaatimuksia. Lisäksi sijoittaja voi olla mukana kehittämässä sijoitusalaan esimerkiksi vertailutyökaluja, joiden avulla kyetään arvioimaan ESG-asioiden toteutumista paremmin. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Viidenneksi yritys sitoutuu tekemään yhteistyötä muiden yritysten ja sijoittajien kanssa edistääkseen näiden periaatteiden tehokasta käyttöönottoa ja soveltamista käytännön sijoitustoiminnassa. Sijoittaja voi tämän vaatimuksen täyttää osallistumalla erilaisten vastuulliseen sijoittamiseen organisaatioiden toimintaan. Näiden eri verkostojen kautta sijoittaja voi saada uusia työkaluja ja ratkaisuja vastuullisen sijoittamisen tehokkaampaan totuttamiseen sekä pääsee vaikuttamaan toimialan kehitykseen. FINSIF on esimerkiksi tämänkaltaisen organisaatio, joka pyrkii tarjoamaan jäsenistölleen mahdollisuuden kehittää vastuullista sijoitustoimintaa yhdessä. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Kuudenneksi ja viimeiseksi yritys tai sijoittaja sitoutuu raportoimaan säännöllisesti omasta toiminnastaan ja edistymisestään periaatteiden käyttöönotossa normaalissa jokapäiväisessä sijoitustoiminnassaan. Tämä periaate velvoittaa sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä julkaisemaan avoimesti oman toimintansa ESG-ulottuvuus ja kuinka se on mukana sijoitustoiminnan periaatteissa. Lisäksi tulee avoimesti tuoda julkisesti esiin omistajapolitiikan käytännöt. Näiden lisäksi on hyvä myös esitellä, millaisia vaatimuksia sijoittaja on määritellyt käyttämilleen palveluntarjoajille. Sijoittajan on hyvä myös raportoida aika ajoin vastuullisuus asioiden parissa aikaan saamistaan edistysaskelista ja saavutuksista. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342; Hyske ym. 2012, 27–28)

Periaatteiden allekirjoittanut sijoittaja sitoutuu raportoimaan vuosittain oman toimintansa vastuullisuudesta ja keinoistaan harjoittaa vastuullista sijoitustoimintaa. Lisäksi allekirjoittaneiden tulee maksaa PRI:lle vuosimaksu. Jos joku ei noudata allekirjoittamiensa periaatteita, voidaan tällainen sijoittaja erottaa PRI:stä ja näin on tietävästi tapahtunutkin. Syy siihen, että yritys on erotettu, on ollut käytännössä vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattamisen raportoinnin epäonnistuminen. Näiden tapausten vuoksi PRI raportointiprosessia on tiukennettu ja raportit ovat julkisia. Ongelmana varsinkin aiemmin on ollut se, että osa yrityksistä on kokenut vastuullisen sijoitustoiminnan tulleen täytetyksi jo sillä, että ne ovat allekirjoittaneet YK:n PRI-periaatteet. Rikkomuksista kiinni jääneistä yrityksistä osa on yrittänyt kuitata rikkomukset sillä, etteivät PRI-

periaatteet koske ao. yritystä, koska he kuuluvat YK:n Global Compactiin. (Simola ym. 2010, Vastuullinen sijoittaminen – näin se toimii, 2010. sekä UNPRI names five ejected signatories and starts transparency reporting talks, 2009. Hyske ym. 2012, 27–28)

PRI eli Principles for Responsible Investment ei ole tarkoitukseen määritellä yhtä tarkkaa keinoa harjoittaa vastuullista sijoitustoimintaa. PRI:n kautta ei ole olemassa laadittuja ohjeita, kuinka sopimuksen allekirjoittaneiden tulisi vertailla sijoituskohteita tai muuten toimia sijoitusmarkkinoilla. Sopimus velvoittaa allekirjoittaneita raportoitmaan toimistaan periaatteiden soveltamisen suhteen. UNPRI:n lisäksi vastuullisen toiminnan osalta on olemassa myös Global Compact, joka on YK:n vastuullisen liiketoiminnan aloite. Monet yritykset ovat viitanneet Global Compactiin vastuullisuusosiossaan. Global Compact –aloite sisältää 10 periaatetta sekä arvoja, joiden pyrkimyksenä on edistää vastuullista yritystoimintaa maailmassa. YK on halunnut ottaa yritykset mukaan ratkaisemaan globalisaation haasteita, jota varten kyseinen aloite periaatteineen on laadittu. Global Compact – aloitteen allekirjoittaneet yritykset sitoutuvat kunnioittamaan ihmis- ja työelämän oikeuksia, sitoutuvat yritystoimintaan, joka ei uhkaa luonnon monimuotoisuutta, estämään lapsityövoiman käyttöä ja vastustamaan korruptiota. Global Compactin toteutus jää käytännössä yritysten vastuulle. Tutkimusten mukaan yritykset ovat todenneet vastuullisuudesta puhuttaessa myös soveltavansa ILO:n eli Kansainvälisen työjärjestön työelämää koskevia ohjeita tai työelämää käsittelevien perusperiaatteita sisältäviä perussopimuksia sekä OECD:n ohjeita monikansallisille yrityksille sekä yritysten kiinnostuksesta ilmastokysymyksiä kohtaan kertovaan CDP:tä (Carbon Disclosure Project). Se on tietokanta, jota ylläpitää voittoa tuottamaton yhteisö. (Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym. 2011, 303–342 sekä Hyske ym. 2012, 27–28)

### 3.2 Vastuullisuuskonsultit

Vastuullisella sijoittajalla on käytettävissään yrityksen vastuullisuutta tutkittaessa myös konsultteja, jotka ovat keränneet oman tietopankin erilaista vastuullisuusinformaatiota. Lisäksi nämä konsultointiyhtiöt tarjoavat osaamista sijoituskohteina toimivien yritysten vastuullisuuden arvioida. Kyseiset vastuullisuuskonsultit tekevät yrityksistä arvioita niin julkista informaation pohjalta kuin myös itse keräävät materiaalia arvioinnin pohjaksi. Pohjoismaissa toimii kaksi sijoitusten vastuullisuuteen konsultointiin erikoistunutta toimijaa, jotka ovat GES eli Global Engagement Services ja Ethix SRI Advisors. Näiden yhtiöiden lisäksi on olemassa konsultointiyhtiöinä myös mm. englantilainen EIRIS, ranskalainen EthiFinance ja saksalainen OEKOM. Suomessa sijoittajien yleisemmin käyttämät vastuullisuuskonsultit ovat edellä mainituista yhtiöistä ruotsalaiset GES ja Ethix. Kaikki näistä yhtiöistä tarjoavat sijoittajille sijoitusanalyysiä ja sijoitussalkun skriinausta. Riippuen palveluntarjoajan ja sijoittajan välisestä sopimuksesta sijoitus-



salkkuja käydään aktiivisesti läpi mahdollisten sijoitussalkun ongelmien suhteen yleensä pari kertaa vuodessa. Sijoittaja saa käyttämältään konsultilta tietoja potentiaalisten uusien sijoituskohteiden sekä jo salkussa olevien yritysten osalta mm. siitä, jos tarkastuskäynneillä on havaittu sijoituskohteena olevan yhtiön rikkovan ympäristö- tai ihmisoikeusnormeja. Lisäksi konsultit seuraavat sijoituskohteina olevista yrityksistä koskevaa uutisointia ja tiedotusta, jonka perusteella he tarjoavat sijoittajille tietopankkeja, joiden avulla sijoittaja pystyy halutessaan ennakolta hankkimaan lisätietoa sijoituskohteeksi suunnitellusta yrityksestä. Vastuullisuuskonsultit raportoivat asiakkainaan toimiville sijoittajille löydöstään, jonka tiedon perusteella sijoittaja sitten tekee lopullisen päätöksen siitä mihin toimiin ryhtyy. Suurin syy vastuullisuuskonsulttien käyttöön on se, ettei monella sijoittajalla ole kohtuullisin resurssein mahdollista omatoimisesti selvittää ja seurata sijoituskohteina toimivien yritysten vastuullisuuden tilaa ja sen kehitystä. Vastuullisuuskonsultointiyhtiöt tekevät myös jonkin verran tutustumiskäyntejä eri sijoituskohteiden tuotantopaikoille. Varsinkin sijoittaessa ulkomaille vähemmän kehittyneisiin maihin on tuotanto-olosuhteilla merkitystä arvioitaessa sijoituskohteen vastuullisuutta. Vastuullisuuskonsultti voi tämänkaltaisen tarkastuskäynnin avulla havaita korjattavia asioita, joista sitten raportoi omille asiakkailleen eli sijoittajille. Näiden havaintojen jälkeen jokainen sijoittaja voi sitten valita mihin toimiin ryhtyy eli aloittaako vaikutusprosessin olosuhteiden muokkaamiseksi vastuullisiksi vai luopuuko omistuksesta todettuaan olosuhteiden muuttamisen liian vaikeaksi huomioiden sijoituksen koko ja sijoittajalla käytettävissä olevat resurssit. (Hyrskke ym. 2012, 144; Simola ym. 2010; Joutsenvirta ym, 2011, 303–242 sekä Tapanainen, 2010; Slapikaite & Tamosiuniene 2013)

### 3.3 Yhteiskuntavastuuraportit

Yksi tietolähde etsittäessä vastuullisesti toimivia yrityksiä on tutustua yritysten yhteiskuntavastuusta kertoviin raportteihin, jotka ovat vastuuviestinnän saralla yksi käytetyimmistä tavoista yrityksen viestiä oman toimintansa vastuullisuudesta ja siihen liittyvästä kehityksestä sekä tulevista hankkeista. Suurimmat pörssiyritykset julkaisevat kyseisiä raportteja sekä itsenäisinä yhteiskuntavastuuraportteina, että osana jokavuotista toimintakertomustaan, jonka yritykset julkaisevat tilinpäätöksensä yhteydessä. Raporteissa yritykset käyvät toimintaansa läpi muutenkin, kuin pelkkien rahamäärien tunnuslukujen kautta. Raporttien laatiminen on viimeisten vuosien aikana yleistynyt entisestään ja vuosittain yritysvastuuraportin julkaisee reilu 20 % maailman listautuneista yrityksistä. Suomessa vastaava luku on vuonna 2012 ollut puolet OMX Helsingissä listatuista yhtiöistä. (Rubin, 2008; Hyrskke ym. 2012, 140–141)

Yritysten yhteiskuntavastuuraportit kertovat muun muassa, miten yritys ottaa toiminnassaan huomioon työntekijöidensä työturvallisuuden ja muutenkin edesauttaa terveellisen työympäristön luomista sekä mahdollisesti auttaa työntekijöiden perheitä mm. tukemalla paikallisia olosuhteita erilaisten hankkeiden avulla. Lisäksi näissä raporteissa käydään yleensä läpi yrityksen ympäristölle toiminnallaan aiheuttavista rasituksista koituvia haittoja sekä niiden torjumiseksi ja korjaamiseksi tehtyjä toimenpiteitä. Edistyneimmissä raporteissa käydään läpi yrityksen kehitystä ympäristöasioissa ja vertaillaan sitä toimialan yleisiin lukuihin. Kriittikinä raportteja kohtaan on esitetty se, että ne voivat olla huonoimmillaan mainostamista ja viherpesua sisältäen hyödytöntä tietoa. Ongelmana esitetyssä tiedossa on se, että usein siitä puuttuu tarpeellinen laskentainformaatio, jonka avulla vastuullisuusasioita voisi vertailla toisten yritysten vastaavien lukujen kanssa. Pelkkien sanallisten raporttien hyödyntäminen päätöksenteossa on haasteellista juurikin tämän vertailtavuuden puuttumisen vuoksi. Jonkin verran erilaisilla standardointihankkeilla on pyritty yhtenäistämään raportointia, jolloin päästäisiin suurimmista tiedon epäluotettavuuden ongelmista. Lisäksi raportteja jonkin verran verifioidaan ulkopuolisten tahojen toimesta. Tällä yritys pyrkii todistamaan raportointinsa olleen objektiivista ja käyttökelpoista informaatiota sijoittajille tarjoavaa. Tämäkään ei toki vielä välttämättä auta, koska verifiointi on maksullinen prosessi ja useimmat näitä laatuleimoja tarjoavista tahoista on yksityisiä yrityksiä. Sijoittajan tulee lopulta tehdä aina päätös ja rajausta, mihin informaatioon luottaa. (Rubin, 2008; Hyske ym. 2012, 140–141)

Uudempi trendi vastuuraportoinnissa on raporttien yhdistäminen vuosikertomuksen osaksi, jolloin informaatiota on helpompi analysoida yhdessä muun tiedon kanssa. Tällöin vastuuraportointi noudattaa myös yrityksen normaalia vuosiraportoinnin sykliä ja tiedot ovat yhtä ajankohtaisia kuin muu laskennallinen ja taloudellinen informaatio. Tätä on pidetty informaation painoarvolle tarpeellisena uudistuksena, jonka avulla yritys ei tuota enää erillistä ja eri syklistä vastuullisuusraportointia, jonka vertaaminen muun informaation kanssa on ollut hankalaa. Itse raportoinnin muodosta ei ole olemassa vielä tällä hetkellä selkeää standardia, jota kaikki yritykset noudattaisivat. Yksi taho, joka on pyrkinyt luomaan kansainvälistä standardia raportointiin, on GRI (Global Reporting Initiative). GRI-aloite on pisimmällä raportoinnin standardisoinnin osalta. GRI itsessään on raportointityökalu, joka kostuu yleisten vastuullisuusmittareiden lisäksi toimialakohtaisista muuttujista. GRI-raportointia harjoittava yritys saa itse valita, millä tasolla ja miten yksityiskohtaisesti raportointia harjoittaa. GRI:ltä on yrityksen mahdollista saada arvio raportin kattavuudesta. GRI ei sen sijaan arvioi laisinkaan tietojen paikkansa pitävyyttä. (Rubin, 2008; Hyske ym. 2012, 140–141)

On hyvä huomata, että monet perinteisesti epäeettisinä nähdyt yritykset ovat useasti nykypäivänä niitä yrityksistä, jotka korostavat eniten ympäristön suojelun merkitystä yrityksen tulevaisuuden kehitykselle ja ovat muutenkin vastuullisen toiminnan puoles-

tapuhujia. Tämä näkyy myös kyseisten yhtiöiden vastuullisuusraportoinnissa, joihin on panostettu keskimääräistä enemmän resursseja ja myös sisältöjä on huolella mietitty informatiivisen sisällön luomiseksi. Yhtenä esimerkkinä tästä voidaan mainita kotimaisessa vastuullisuuskeskustelussa usein esiin nouseva Neste Oil, joka yrityksenä on panostanut paljonkin resursseja muokatakseen omaa toimintaansa tiukkojen ympäristönormien ja sertifikaattien mukaiseksi. Kyseistä muutosta voitaneenkin pitää jonkin asteisena kädenojennuksena yhteiskuntaa kohden. Yritykset, jotka kuluttavat yhteistä kansallisomaisuuttamme mm. luonnonvarojen ja puhtaan ilman muodossa, kuuluukin kantaa oma kortensa kekoon ja korvata toimintansa aiheuttamia vaurioita sekä lähtökohdaisesti pyrittävä ennalta ehkäisemään niiden haittoja. Lisäksi perinteisten vähemmän vastuullisten yritysten on mahdollista pyrkiä erottumaan toimialansa muista yrityksistä panostamalla vastuullisuusraportointiin alan keskiarvoja enemmän. Tämä voi olla osaltaan yritykselle edullista, kun sijoittaja etsii kyseiseltä toimialalta vastuullisimpia yrityksiä sijoituskohteikseen. Harvemmin kuitenkin pelkät vastuullisuusasiat ratkaisevat sijoitusvalintaa, joten tämä yhteiskuntavastuuraportointi ja sen luoma informaatio on tukevaa materiaalia sijoittajalle, joka haluaa myös korostaa vastuullisuutta sijoituspäätöksiensä taustalla. (Neste Oil – yhteiskuntavastuu raportti sekä Rubin, 2008)

### 3.4 Arvojohtajien listat

Vastuullisen sijoittajan on päätöksenteon tukena hyvä käyttää useita eri lähteitä. Maailma on täynnä erilaisia yrityksiä ja toimialoja on useita, joten niiden vertailu keskenään vastuullisuusmielessä on pitkä ja resursseja vaativa prosessi. Vastuullisesti toimiva sijoittaja voi hyödyntää rajallisten resurssien tilanteessa listoja toimialoista ja yrityksistä, joita monet arvojohtajina toimivat organisaatiot ovat laatineet. Kyseiset arvojohtajat haluavat olla mukana kehittämässä maailmasta vastuullisuusmielessä paremmaksi ja täten ne noudattavat omassa toiminnassaan yhteisönsä moraalinormeja. Näiden normien pohjalta on laadittu listoja siitä, mille toimialoille vastuullisesti toimiva sijoittaja voi sijoittaa rahansa ja lisäksi on listattu mahdollisia ongelmayrityksiä sekä -toimialoja. Kyseisiä listoja hyvistä vastuullisista sijoituskohteista on viimeisten parin vuosikymmenen aikana laatineet mm. kirkot ja uskontokunnat sekä eri kansalaisjärjestöt. Yksi tällainen arvojohtajan laatima lista on esimerkiksi Suomen Luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeistus. Kyseistä ohjeistusta Suomessa noudattaa moni muukin uskonnollinen yhteisö. Tunnetuimpia näistä vastuullisen sijoittamisen ohjeistuksista ovat roomalais-katolilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeistus sekä islamilaisen maailman opit liiketoiminnan ja sijoittamisen ohjesäännöistä. Uskonnollisten yhteisöjen sijoitusohjeet ovat perinteisesti laadittu siten, että niistä on negatiivista arvottamista käyttäen rajattu sijoituskohteiden ulkopuolelle etiikan ja uskontoihin liittyvän moraalili-

käsityksen vastaisina pidettyjä toimialoja. Tämän kaltaisia toimialoja ovat olleet mm. tupakkateollisuus, alkoholiteollisuus, aikuisviihteeseen liittyvä teollisuus ja aseteollisuus. Myös eri kansalaisjärjestöt julkaisevat omia ns. ”mustalistoja”. Yksi esimerkki tällaisesta järjestöstä on DanWatch, jonka listassa on listattu epäeettisenä pidettyjä yrityksiä, joihin sijoittamista pidetään epäsuotavana vastuullisesti ajattelevalla sijoittajalla. Tämä kyseinen DanWatchin lista perustuu vertailuun, joka on laadittu vastuuanalyysiin erikoistuneiden konsulttiyhtiöiden listojen pohjalta. Listojen hyödyntämistä vastuullisessa sijoitustoiminnassa hankaloittaa nykyajan yrityselämän verkostoinaisuus, joka asettaa hankalaksi rajanvedon vastuullisesti toimivien ja samalla tuottavien yritysten sekä vastuuttomien yritysten välillä. Tämä haastavuus johtuu siitä, että sama yritys voi valmistaa alihankkijana osia sotateollisuudelle ja samaan aikaan osia sairaalalaitteita valmistaville yrityksille. Tällöin sijoittajalle tulee erittäin haastavaksi määritellä, onko potentiaalinen sijoituskohteena oleva yritys vastuullinen vai ei. Harkinnassa suurin paino tässä tilanteessa muodostuu sille, kuinka merkittävää toimintaa kyseinen toimi on kyseisen yrityksen koko liiketoiminnassa. Tätä kautta vastuullinen sijoittaja voi punnita, onko kyseessä merkittävä osa yrityksen liiketoimintaa vastuutonta vai onko kyseessä vain osa tuotantoa, josta yritys halutessaan voi luopua pääliiketoiminnan kärsimättä. Jos vastuuttomasta liiketoiminnasta on mahdollista luopua, voi vastuullinen sijoittaja puuttua asiaa käymissään keskusteluissa sijoituskohteena olevan yrityksen kanssa ja kannustaa luopumaan tästä liiketoiminnasta. (Suomen luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen periaatteet, 2007; Suomen Ortodoksisen kirkon ympäristöohjeisto; Camey, 1994; Simola ym., 2010)

### 3.5 ESG-analyysi

ESG-analyysi on tullut sijoittajilla viime vuosikymmenen aikana mukaan arvioitaessa yrityksiä myös muun kuin pelkän taloudellisen ja laskennallisen informaation avulla. ESG, joka tulee sanoista Environmental, Social and Governance, sisältää analyysiä ympäristöön, sosiaaliin asioihin ja hyvään hallintotapaan liittyen. ESG-analyysiä tarjoavat siihen erikoistuneet konsultointiin erikoistuneet konsulttitoimistot sekä myös osakkeiden välittäjät tarjoamansa muun taloudellisen analyysin lisäksi. ESG-analyysin tavoitteena on selvittää sijoituskohteena olevasta yrityksestä lisätietoa julkisen taloudellisen ja laskennallisen informaation lisäksi. Tätä kautta sijoittajilla on mahdollisuus arvioida sijoituskohteita myös muiden kuin taloudellisten tietojen perusteella. Analyysillä halutaan löytää paremmin johdettuja yrityksiä ja tätä kautta rakentaa sijoitussalkkua yrityksillä, joilla on pidemmän ajan näkökulmasta katsottuna hyvät tuotto-odotukset. Tämä koetaan kasvavassa määrin tärkeäksi, koska vastuullisuuteen liittyvät osat yrityksen toiminnassa koetaan kasvavassa määrin myös riskienhallinnan kannalta oleelliseksi

informaatioksi sijoituspäätösten taustalla. ESG-analyysillä yritetään yleensä löytää yrityksiä, jotka ovat omalla toimialallaan johtajia vastuullisuus asioissa. Lisäksi etsitään yhtiöitä, jotka ovat vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna paremmin johdettuja ja kaukonäköisempi ennakoimaan tulevaa kehitystä sekä reagoimaan muuttuvan yhteiskunnan vaatimuksiin jo ennakolta. Tämän kaltaiset yhtiöt ovat myös turvallisempia sijoituskohteita, koska riskejä voidaan ennakoida ja minimoida niihin sijoittamalla. Lisäksi haetaan yrityksiä, joilla on positiivinen asenne yrityksen vastuullisuuteen ja ovat muutenkin toiminnassaan pitkäjänteisiä. Suurin em. asioita yhdistävä tekijä on siis riskienhallinta, jonka työkaluksi ESG-analyysi ja vastuullinen sijoittaminen ovat hyviä. (What is ESG? 2015; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Margolis ym. 2008)

ESG-analyysissä tutkitaan tarkemmin kohdeyrityksen toiminnan tilaa. Environment eli E osa ESG:stä kattaa ympäristöön liittyviä asioita. Tätä varten selvitetään, millaiset ovat yrityksen resurssit päästöjen ennakoinnin suhteen ja toiminta niiden ehkäisemiseksi sekä ylipäänsä päästöjen vähentämisen ja ilmaston muutoksen huomioimisen suhteen. Lisäksi tähän osioon kuuluu ympäristöasioista raportointi ja niistä tiedottaminen julkisuuteen. Asioista raportoinnin taso ja niistä tiedottaminen ovat tässä yhteydessä tutkimuksen kohteena, koska hyvän raportoinnin avulla saadaan yrityksen ympäristöasioista tarpeellista informaatiota. Puutteet raportoinnissa taas viittaavat muidenkin asioiden olevan huonosti hoidettuja. Ympäristöasioiden potentiaalisia vaikutuksia yrityksen taloudelliseen tulokseen ovat mm. erilaiset ympäristövelvoitteiden minimoimisen mahdollisuus ja välttäminen. Tällä tarkoitetaan sitä, että ESG-analyysin avulla halutaan selvittää, ettei yrityksellä ole kalliita velvoitteita parantaa ympäristöä liiketoiminnan aiheuttamien vahinkojen seurauksena. Lisäksi ESG-analyysin avulla pyritään saamaan selville, jos yrityksellä on mahdollisuus parantaa tuottavuuttaan vähentämällä energiankulutustaan tai muuten parantaa tuotannon tehokkuutta. Yritykset, joilla nämä asiat ovat hoidettu hyvin, ovat suojassa mahdollisilta lainsäädännöllisiltä ja maineriskiinkin liittyviltä riskeiltä. Ympäristöasioiden hoitaminen hyvin myös indikoi, että muut asiat yrityksessä ovat kunnossa. (What is ESG? 2015; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Margolis ym. 2008)

Toisena kohtana paneudutaan S osioon eli Social –osioon, joka kattaa sosiaaliasioihin liittyvän keskustelun kuten työskentelyolosuhteet. Se kattaa sosiaaliseen vastuuseen liittyvät asiat. Ensimmäinen niistä on työpaikka itsessään. ESG-analyysiä tekevä haluaa varmistaa, että työpaikalla on työterveys- ja työturvallisuusasiat hoidettu kunnolla sekä muutenkin työnjohdolliset asiat sekä ihmis- sekä tasa-arvoasiat mallikkaasti kunnossa. Näiden asioiden kunnolla hoitaminen yleensä parantaa tuottavuutta ja työntekijöiden työmoraalia. Jos nämä asiat eivät vastaavasti ole kunnossa, on se potentiaalinen riski liikevaihdon pienentymiselle ja työntekijöiden poissaolojen lisääntymiselle. Ylipäänsä hyvä työympäristö lisää ja ruokkii avoimuutta ja uusien ideoiden innovointia. Myös työvoiman osalta ESG-asioiden hyvä hoitaminen vähentää erilaisia lainsäädännöllisiä ja maineeseen liittyviä riskejä, joilla voi olla vaikutusta ainakin pitemmän ajan kuluessa

yrityksen arvoon. Sosiaaliasioista tutkittavana on työpaikan olosuhteiden lisäksi itse tuotteen luotettavuus eli onko se turvallinen, laadukas ja kuinka kehittynyt tuote on teknisesti. Nämä ovat osana analyysiä, koska tuotteen laatu vaikuttaa brändiuskollisuuteen ja tuotteen turvallisuus ja erinomaisuus lisäävät myös myyntiä. Samaan aikaan näin vähennetään maineriskin liittyviä uhkakuvia, joita voisivat esim. viallisten tuotteiden aiheuttamat vammat aikaansaada. Sosiaalisiin asioihin liittyy analyysissä vielä yhteisön vaikutus. Tällä tarkoitetaan yrityksen yhteisöllistä olemusta, joka näkyy yhtiön sisäisissä suhteissa sekä siinä, antaako yhtiö lainoja vastuullisesti sekä onko se mukana hyväntekeväisyydessä. Vaikutuksena näillä on mahdollisuus kehittää brändiuskollisuutta ja turvata erilaisia toimintaa turvaavia lisensejä. (What is ESG? 2015; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Margolis ym. 2008)

ESG-analyysin kolmas osa Corporate Governance eli G kattaa hyvään hallintotapaan liittyvän analyysin. Tässä osiossa analysoidaan sitä, miten johdon palkitseminen on hoidettu. Lisäksi tutkitaan osakkeenomistajien oikeuksia ja yhtiön hallituksen vastuullisuutta sekä velvollisuutta osakkeenomistajia kohtaan. Lisäksi vielä hallintotapa-analyysissä tutkitaan yrityksen tapaa raportoida toiminnastaan ja sitä, kuinka avoimesti sekä julkisesti se hoidetaan. Hallintotapaa analysoidaan, koska se voi vaikuttaa osakkeenomistajien etuun kun verrataan sitä johdon saamiin etuihin. Hyvässä yhtiössä on hallintotapa-asiat kunnossa eikä johto saa vääränlaisia palkkioita, joilla voi olla negatiivinen vaikutus osakkeenomistajien edulle. Hyvä hallintotapa lisäksi estää negatiivisten taloudellisten yllätysten ilmaantumista ja muutenkin vähentää riskiä suurille skandaalimaisille paljastuksille yrityksen taloudellisesta tilasta. Lisäksi, kuten muissakin ESG-analyysin kohdissa, myös hyvä hallintotapa vähentää maineriskin toteutumista. (What is ESG? 2015; Slapikaite & Tamosiuniene 2013)

Tutkimusten avulla on saatu selville, että taloudellinen hyöty laskee sosiaalisten skreenauksen eli arvottamisen lisääntyessä. Vastuullisen sijoittamisen rahastot, jotka hyödyntävät muutamia skriinauksia, parantavat salkkunsaa monipuolistamalla taloudellista tulostaan. Näistä rahastoista, jotka hyödyntävät n. 7-12 eri rajaavaa sosiaalista arvottamisen rajausta voivat rajata sijoitussalkun ulkopuolelle huonosti suoriutuvat yhtiöt. Kommunikaatioon liittyvät rajaukset kasvattavat vastuullisten rahastojen tuloksenteokkyä. Tämä johtuu siitä, että hyvin kommunikoivat vastuulliset sijoituskohteet eivät kohtaa niin paljon kritiikkiä eri aktivisteilta eivätkä kohtaa niin paljon sääntelyä viranomaisilta sekä saavat paremmin osaavaa työvoimaa. (What is ESG? 2015; Slapikaite & Tamosiuniene 2013; Barnett & Salomon 2006)

### 3.6 Kestävän kehityksen indeksit

Vastuullisen sijoittajan käytettävissä tietolähteenä on useita kestävän kehityksen osakeindeksejä. Näistä tunnetuimmat ja yleisemmin käytetyt ovat Dow Jonesin Dow Jones Sustainability –indeksi (DJSI), joka on ollut käytössä vuodesta 1999 asti ja FTSE-indeksiperheen FTSE4Good –indeksi, joka on ollut käytössä vuodesta 2001 alkaen. Dow Jonesin Dow Jones Sustainability –indeksi on koottu luokittajana toimineen SAM luokittajan analyysien perusteella ja FTSE4Good puolestaan on hyödyntänyt yhteistyöluokittajana EIRIS nimistä luokittajaa. 2010-luvulla on indeksien osalta luokitukseen kohdennettu resursseja, että kyseiset indeksit pysyvät luotettavina ja todellisina lähteinä vastuullista sijoittamista tekeville sijoittajille. Näiden em. Dow Jonesin Dow Jones Sustainability –indeksin ja FTSE4Good –indeksin sekä muiden vastaavien kestävän kehityksen osakeindeksien tarkoitus on auttaa vastuullista sijoittajaa. Kyseiset indeksit ovat eri kriteerien avulla rakennettuja mallisalkkuja, joiden tuottoon sijoittaja voi verrata omaa salkkuaan tai käyttää sitä mallina niistä yrityksistä, joita haluaa sisällyttää omaan vastuulliseen sijoitussalkkuunsa. Indeksiin kuuluvat yhtiöt tarjoavat kansainväliselle sijoittajalle hyvän lähtökohdan sijoituskohteiden valintaan vastuullisuusnäkökulma samalla huomioiden. Indeksiin pääseminen edellyttää yhtiöltä sitä, että se on joutunut läpäisemään jo yhden vastuullisuustarkistuksen, jossa on todettu yhtiön täyttävän indeksiin pääsemisen ehdot. Ulkopuolinen arvioija on tällöin todennut yhtiön täyttävän yritysvastuun huomioimisen yritystoiminnassaan. Näin ollen vastuullista omaa salkkua rakentava sijoittaja ei joudu indeksiä hyödyntäessään käymään kaikkia yrityksiä itsenäisesti läpi, vaan voi karsia sijoituskohteista indeksien ulkopuoliset yritykset. Indeksiin kuulumista on pidetty merkinä tietynasteisesta vastuullisuuden tasosta tutkitussa yrityksessä. (Joutsenvirta ym. 2011, 303–342 sekä Boatright, 2010, 393–414. Hyske ym. 2012, 143–144; FTSE4GOOD Tightens Index Entry 2007)

Indeksiin pääsemiselle on olemassa indeksistä riippuen omat edellytykset, jotka vaihtelevat indeksistä riippuen. Yleisempinä kriteereinä ovat yritysvastuun kolme ulottuvuutta eli talous, ympäristö ja yhteiskunta. Osa indekseistä voi tätä kautta painottaa enemmän ympäristöasioita ja toinen esim. työntekijöiden oikeuksiin liittyviä asioita. Yleensä indekseillä on yleisten indeksiin pääsykriteereiden lisäksi vielä toimialakohtaisia kriteeristöjä. Esimerkkinä toisella yleisemmin käytetyistä vastuullisen sijoittamisen osakeindekseistä eli FTSE4GOOD –indeksillä kyseiseen indeksiin pääseminen edellyttää yritykseltä sitä, että yritys tähtää toiminnassa luonnon kestäväan kehitykseen, kehittää positiivisen suhteen eri sidosryhmiin ja vaalii sekä edesauttaa omalla toiminnallaan ihmisoikeuksien tilaa. Lisäksi on jälkikäteen lisätty lisäkriteerejä, joista ensimmäisen mukaan yrityksellä tulee olla periaatteet siitä, että yritys huomioi ilmastomuutoksen uhkan ja toimii sen mukaan minimoiden omaa ympäristötaakkaansa. Toiseksi johtamisen järjestelmät tulee olla hyvässä kunnossa varsinkin yrityksissä, jotka toimivat kor-

keiden päästöjen toimialoilla. Niiden yritysten, jotka toimivat vähemmän saastuttavilla toimialoilla tulee panostaa asiasta tiedottamiseen. Ympäristöasioista tiedottaminen ja päästöistä raportointi on kolmas FTSE4GOOD- indeksin uudemmissa vaatimuksista. Indeksi edellyttää yrityksiltä jatkuvaa ja vertailukelpoista raportointia päästöistä. Koska raportoinnista ei ole vielä olemassa kansainvälistä standardia, hyväksyy FTSE4GOOD joustavasti erilaisia tapoja raportoida kunhan ne täyttävät em. ehdot. Neljäs kohta on tulokset koskien päästöjen vähentämistä. Yrityksen tulee raportoida siitä, että on saanut vähennettyä omilla toimillaan ympäristön kuormitusta. Viides kohta näissä vaatimuksissa koskee sitä, että yrityksellä itsellään on suurimmat mahdollisuudet vaikuttaa omaan toimintaansa ja sen ympäristölle luomaan saasteen ja kuormituksen määrään. Sitä kautta yrityksillä itsellä on suurin vastuu juuri saada tuloksia tällä sektorilla. (Joutsenvirta ym. 2011, 303–342 sekä Boatright, 2010, 393–414. Hyrske ym. 2012, 143–144; FTSE4GOOD Tightens Index Entry 2007)

Indeksit tutkivat indeksiin haluavia yrityksiä asettamallaan kriteereillä, kuten FTSE4GOOD, jolla on em. periaatteet, jotka indeksiin haluavan yrityksen tulee täyttää. Indeksituottaja hankkii tutkittavasta yrityksestä tiedot tietopankeista, yritysten vuosikertomuksista ja yhteiskuntavastuuraporteista sekä tietoverkoista. Näiden lisäksi indeksituottajat voivat tarkentaa tietoja erilaisten kyselyiden ja haastatteluiden avulla. Joskus myös ne järjestävät erikseen käyntejä, joiden avulla tutustutaan todellisiin tuotantolosuhteisiin ja eri ympäristö- sekä ihmisoikeusnormien noudattamisen tasoon. Tämän tiedonkeruun jälkeen indeksituottaja muodostaa yrityksestä riskiprofiilin yritys vastuun ja mahdollisuuksien osalta. Indeksit ja em. vastuullisuuskonsultointiin erikoistuneet palveluntarjoajat luokittavat näiden tietojen perusteella yritykset jokaisen oman toimialan yritysten kriteeristön perusteella vertailukelpoiseksi muihin samalla alalla toimiviin yhtiöihin nähden. Tätä kautta voidaan sitten todeta, kuinka vastuullisesta tai vastuuttomasta yrityksestä lopulta on kyse. Ilman tätä luokittelua eli reittaamista ei voitaisi vertailla eri toimialojen yrityksiä, koska yritys vastuunäkökulmasta eri toimialoilla on ihan eri lähtökohdat. Toisilla aloilla kriittisiä kohtia ovat ympäristöasiat ja toisilla työntekijöiden oikeudet tai muut vastaavat tekijät. Reittaamisen jälkeen indeksituottaja päättää sisällytetäänkö yritystä osakeindeksiin vai ei. Indeksit harjoittavat siis best in class – tyyppistä alansa parhaiden yritysten valikointia, jota kautta yritetään mahdollistaa sijoituskohteiden hajautus eri toimialoille ja samalla minimoida riskialttiimpien alojen esim. ympäristöasioihin liittyviä riskejä, jotka voivat lopulta vaikuttaa kyseisen sijoituksen arvoon. Indeksissä pysyminen ei koskaan ole siihen kerran päässeelle yritykselle selviö johtuen siitä, että indeksituottajat tarkastavat yrityksen vastuullisuuden tilaa aika ajoin noin vuoden tai jopa puolenvuoden välein. (Joutsenvirta ym. 2011, 303–342 sekä Boatright, 2010, 393–414. Hyrske ym. 2012, 143–144; FTSE4GOOD Tightens Index Entry 2007)



Indeksit eivät välttämättä kerro kaikkea, koska osa yrityksistä ei pääse niihin huolimatta siitä, että ne täyttäisivätkin vastuullisuuskriteerit. Syynä tähän on se, että yhtiöiden on täytettävä myös indeksituottajan asettamat ehdot osakevaihdon ja markkina-arvon osalta. Tästä syystä johtuen suomalaisia yrityksiä on suhteellisen vähän em. vastuullisuusindekseissä. Eli vastuullinen sijoittaja voi hyödyntää vastuullisuusindeksejä ensinnäkin niin, ettei sijoita kuin yhtiöihin, jotka ovat päässeet osaksi indeksiä. Sen lisäksi indeksiä voi käyttää vertailuindeksinä, kun vertaa toisia vastaavanlaisia yrityksiä, joilla ei ole välttämättä ole ollut pienen kokonsa tai liian pienen osakkeiden vaihdettavuuden takia mahdollisuus päästä osakeindekseihin vaikka vastuullisuuskriteerit täyttäisivätkin. Myös vertailu muihin ns. perinteisiin sijoituskohteisiin onnistuu paremmin tätä kautta. Pelkkä indeksiin pääseminen tai se, ettei siihen ole päässyt, ei siis suoraan tarkoita jonkun yrityksen olevan vastuullinen ja toisen vastuuton. (Joutsenvirta ym. 2011, 303–342 sekä Boatright, 2010, 393–414. Hyske ym. 2012, 143–144, FTSE4GOOD Tightens Index Entry 2007)

## 4 ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖT SUOMESSA

Suomessa työeläkejärjestelmä rakentuu hajautetun usean työeläkelaitoksen mallin pohjalta. Siinä lakisääteistän eläketurvaa hoitaa yksityisellä puolella työeläkeyhtiöt, eläkekassat, erityiseläkelaitokset ja eläkesäätiöt. Julkuisella puolella vastaava tehtävää hoitaa eläkelaitokset. Huolimatta tästä hajautetusta mallista eläkkeensaaja saa eläkkeensä yhdestä eläkelaitoksesta. Järjestelmä rakentuu niin, että lopullinen eläkkeen maksaja on se eläkelaitos, jonka kautta palkansaaja tai yrittäjä on viimeksi ollut vakuutettuna. Kyseinen eläkkeen maksava eläkelaitos perii sitten muilta yhtiöiltä mahdolliset niiden osuudet eläkkeestä. Tutkittujen eläkeyhtiöiden osalta sovelletaan Työntekijän työeläkelakia (TyEL) ja yrittäjän eläkelakia (YEL) pois lukien Kirkon eläkerahasto, jonka osalta sovelletaan omaa eläkelakia eli Evankelis-luterilaisen kirkon eläkelakia (KiEL). Edellä mainituista eläketurvaa hoitavista tahoista työeläkeyhtiöt hoitavat pääosan yksityisten alojen yrittäjien ja työntekijöiden eläketurvasta. Työeläkeyhtiöiden kautta vakuutetut muodostavat myös valtaosan kaikista työeläkevakuutetuista. Työeläkeyhtiöiden kautta kaikista työeläkevakuutetuista on vakuutettu 69 prosenttia kaikkiaan noin 1,8 miljoonasta eläkevakuutetusta. Noin miljoonasta työeläke-etuudensaajasta 53 prosenttia on vakuutettu työeläkeyhtiöiden kautta. Haastatelluista työeläkevakuuttajista olivat työeläkeyhtiöitä Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo sekä Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma. Näiden lisäksi haastateltiin Evankelis-luterilaisen kirkon työntekijöiden eläketurvasta vastaavaa Kirkon keskusrahastoa. (Eläkejärjestelmän toimijat 2014; Työeläkevakuutusyhtiöissä suurin osa työeläkevakuutetuista 2014; haastattelu Kirkon keskusrahasto, Vitols 2011)

Lainsäädäntö ei sinällään puhu Suomessa vastuullisuudesta, joten lainsäädäntö ei näin suoranaisesti ohjaa eläkeyhtiöitä vastuulliseen sijoittamiseen. Valtion taholta ei ole olemassa myöskään selkeää oheistusta eläkevakuutusosalalle koskien vastuullista sijoittamista. Euroopasta löytyy sen sijaan jonkin verran pohdintaa eurooppalaisten eläkerahastojen ja vastuullisen sijoittamisen välisestä yhteydestä. Tässä yhteydessä on nostettu esiin kysymyksiä koskien eläkesijoittajien velvollisuuksia. Ensinnäkin on pohdittu, mikä on eläkeyhtiöiden velvollisuus selvittää mahdollisuuksiaan vaikuttaa yrityksen toiminnan vastuullisuuteen? Toiseksi on pohdittu, millaisia tavoitteita eläkeyhtiöiden tulisi asettaa kun he ovat selvittäneet tämän vaikuttamismahdollisuuden? Kolmas kysymys koskee sitä, miten eläkeyhtiöiden pitäisi tätä vaikutusmahdollisuuttaan tutkia? Tämä pohdinta on sikäli tärkeää, koska suomessakin vuoden 2007 tilastojen mukaan eläkeyhtiöiden varallisuus vastasi Suomen BKT:stä 71 %. Täten eläkeyhtiöillä on suuri mahdollisuus halutessaan vaikuttaa. Suomessa vastuullinen sijoittaminen on eläkeyhtiöissä oma-aloitteinen prosessi. Esim. Ilmarisessa vastuulliseen sijoittamiseen aloite on lähtenyt talon sisältä. Vasta viime vuosina on eläkevakuutusyhtiöiden ulkopuolelta osoitettu

kiinnostusta vastuullista sijoittamista ja sitä kohtaa, kuinka vastuullisuus näkyy eläkevakuutusyhtiöiden toiminnassa. Vastuullisuuden kehityksestä voidaan esimerkinomaisesti nostaa Ilmarisen vastuullisen sijoittamisen historiaa. Haastatellulla Ilmarisen edustaja oli ollut 13,5 vuotta Ilmarisessa vastuullisen ja eettisen sijoittamisen asioiden kanssa tekemisessä. Tästä ajasta ensimmäiset kymmenen vuotta oli vastuullisen sijoittamisen osalta täysin Ilmarisesta itsestään lähtevää aktiivisuutta, innostusta ja halua tehdä asioita eikä niinkään, että yhtiön ulkopuolelta olisi tullut minkäänlaista painetta toimia vastuullisesti. Sama tilanne on pitkälti muillakin alan toimijoilla Suomessa, jotka ovat toiset aiemmin ja toiset myöhemmin aktivoituneen omatoimisesti vastuulliseen sijoittamiseen. (haastattelu Varma, Ilmarinen ja Kirkon keskusrahasto; Vitols 2011)

Suomessa laki määrää eläkevakuutusyhtiöiden sijoittamaan keräämänsä varallisuus tuottavasti ja turvaavasti. Kyseinen lause on eläkeyhtiöiden toimintaa ohjaava ja tärkein lause lainsäädännössä. Vähän samantyyppinen lause on varainhoidollinen vastuu, eli varainhoitajalla on vastuu hoitaa asiakkaidensa varallisuutta. Euroopassa tämä on ymmärretty, että vastuullisuus on osa tätä ”tuottavan ja turvaavan” – sijoittamisen varainhoidollista vastuuta vaikkei se luekaan missään. Varainhoidollinen vastuu ei sinällään sisällä vaatimusta ESG-asioiden huomioimisesta sijoitustoiminnassa. Euroopassa on ollut vahvana se näkemys, että haluttaessa toimia hyvin tulee sijoitustoiminnassa ottaa myös ESG-asiat huomioon. ESG-asioiden huomioiminen koetaan myös osaksi riskienhallintaa. Yhdysvalloissa vastuullinen sijoittaminen on puolestaan koettu toisinpäin. Kun ESG-asioiden huomioimista ei ole eksplisiittisesti asiakas missään sopimuksessa vaatinut, niin sijoittaja ei saisi ottaa näitä ESG-asioita huomioon sijoituspäätöksissään. Tämä selittää osin sen, miksi yhdysvaltalaiset sijoittajat tulevat jäljessä vastuullisessa sijoittamisessa eurooppalaisiin kollegoihinsa nähden pois lukien CalPERS (California Public Employees' Retirement System) ja CalSTRS (California State Teachers' Retirement System) sekä tietyt muut osavaltioiden omat eläkesijoittajat. Yhdysvalloissa eläkesijoittajat eivät ole uskaltaneet ja halunneet soveltaa omatoimisesti sopimuksia edes riskinhallinta mielessä, kun taas Euroopassa vastuullinen sijoittaminen nähdään osana riskienhallintaa. Riippuen maasta on vastuullinen sijoittaminen voitu nähdä riskienhallintana, sijoituskohteiden tuntemisena tai jonakin ylimääräisenä, jonka takia eläkesijoittaja tekee huonompaa tuottoa. Jos vastuullinen sijoittaminen on koettu ylimääräisenä ja tuottoa huonontavana ja koska asiakas ei vastuullisuutta sijoittajalta vaadi, niin eläkesijoittajat eivät ole kokeneet voivansa huomioida ESG-seikkoja sijoitustoiminnassaan ja salkkupäätöksissä. Tämä oli asian tila etenkin Yhdysvalloissa, kunnes UNEP FI (The United Nations Environment Programme Finance Initiative) teki ison Freshfields -raportin vuonna 2005, jossa lakimiehet kävivät tätä teemaa läpi ja kirjoittivat, että jos varainhoidollinen vastuu otetaan vakavasti, niin ESG-asiat kuuluvat tämän vastuun piiriin. YK ja sen antamat oheistukset koskien sijoitustoimintaa eivät Yhdysvalloissa ole olleet vastuullista sijoitustoimintaa ja sen suosiota lisääviä. Tämä on yksi syy, miksi

UNPRI ei organisaationa käytä viestinnässään UN alkua ja käyttävät pelkkää PRI-termiä organisaatiostaan. UNPRI haluaa lyödä itsensä läpi Yhdysvalloissa ja tästä syystä YK-leimasta halutaan päästä eroon. YK:hon liittyvät hankkeet ja organisaatiot ovat Yhdysvalloissa huonossa maineessa ja YK-leimalla on organisaatioiden painoarvoa heikentävä vaikutus, kun taas Euroopassa YK-linkki lisää organisaation painoarvoa ja uskottavuutta. YK-liitännäisiä asioita pidetään Yhdysvalloissa sijoittajan kannalta turhina, joihin ei kannata osallistua. UNPRI ei järjestönä tarkalleen ottaen edes ole organisaationa YK:n alainen järjestö millään tavalla. UNPRI on YK sidonnainen siinä mielessä, että silloinen YK:n pääsihteeri Kofi Annan tuki voimakkaasti YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden kehittämistä ja vaati, että myös YK:n oma eläkesäätiö allekirjoittaa nämä periaatteet ja noudattaa niitä. Sen lisäksi UNPRI:ssä YK:n alaisilla järjestöillä Global Compactilla ja UNEP FI:llä on hallintoneuvostossa kaksi paikkaa. Muulla tavoin nykyään yhtiönä toimiva UNPRI - oli aiemmin järjestö -, ei ole millään muodolla YK:n alainen järjestö tai toimija. (haastattelut Varma, Ilmarinen ja Kirkon keskusrahasto; Vitols 2011)

Suomenkielissä kirjallisuudessa eläkevakuutusyhtiöt nousevat usein esiin puhuttaessa vastuullisesta sijoittamisesta. Ilmarisessa tämä asian tila koetaan luonnolliselta ja loogiselta. Kirkon keskusrahaston on ollut ensimmäinen, jolla on ollut omistajapolitiikkansa vuodesta 2007 alkaen eettisen sijoittamisen ohjeet. Tuolloin puhuttiin eettisestä sijoittamisesta, koska ei ollut määritelty vielä parempaakaan termiä. Ilmarinen on ollut heti siinä toisena tämän jälkeen omien vastuullisen sijoittamisen periaatteidensa kanssa, jotka laadittiin osaksi omistajapolitiikkaa. Eläkeyhtiöt ovat Suomen suurimpia sijoittajia, jotka eivät sijoita omaa varallisuuttaan, vaan tulevien eläkkeensaajien varallisuutta. Tästä syystä eläkevakuutusyhtiöin kohdistuu enemmän julkista mielenkiintoa ja painetta verrattuna ihmisten henkilökohtaisiin sijoituksiin. Elo on huomannut, että kun soveltaa vastuullista lähestymistä sijoittamisessa, niin se toimii hyvänä riskimittarina sijoituskohteissa tarjoten paljon hyötyä. Vastuullista sijoittamista ei siis harrasteta vaan sen itsensä takia, vaan siksi, että siitä saadaan muutenkin paljon hyötyä. Eläkeyhtiöt ovat omalla tavallaan tosi reguloituja, joka muodostaa vähimmäisvaatimuksen siitä millaisia eläkeyhtiöiden tulee olla. Tätä kautta on myös tiettyjä asioita, joita eläkeyhtiöt eivät voi tehdä, johtuen niistä säätelevästä regulaatiosta. Regulaatiota ei koeta taakkana esim. Elossa, koska yhtiönä se pyrkii olemaan vastuullinen yritys. Regulaatio näkyy käytännössä myös siinä, etteivät eläkeyhtiöt voi olla kovinkaan innovatiivisia ihan kaikessa toiminnassa. Tämä on esim. Elossa paljastunut talon sisäisissä innovatiivisuutta mittaavissa kyselyissä, koska he hoitavat tietyn formaatin mukautuvia eläkkeitä, joten se rajaa eläkeyhtiöiden innovatiivisuutta tietyissä kohdin. (haastattelu Ilmarinen ja Elo)

## 4.1 Haastatellut eläkesijoittajat

Eläkeyhtiöt ja muut eläkelaitokset keräävät lakisääteisiä eläkemaksuja palkansaajilta. Näiden maksujen lisäksi tulevat eläkkeisiin vaikuttaa eläkkeiden rahastointi ja sijoitus-toiminta, joiden tarkoituksena on eläkemaksujen pitäminen aina eläkemenoja vakaam-pina. Tämä luo eläkejärjestelmälle kaivattua ennakoitavuutta. Eläkemaksuihin olisi il-man sijoitustoimintaa ja rahastointia olisi paineita väestön ikääntyessä nostaa eläkemak-suja. Tätä painetta sijoitusten tuotto vähentää siten, että yksi lisäprosentti pitkän aikavä-lin sijoitusten reaalisessa keskituotossa merkitsee maksutason korotuspaineiden alentu-mista noin kahdella prosenttiyksiköllä. Tässä Pro Gradu – tutkielmassa tutkitaan tar-kemmin viittä eri eläkevakuuttajaa, joiden toiminnan vastuullisuutta on selvitetty haas-tatteluiden ja muun käytettävissä olevan julkisen materiaalin avulla. Haastatellut sijoit-tajat olivat Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma, Keskinäinen Eläkevakuutusyh-tiö Ilmarinen, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo ja Keskinäinen Eläkevakuutus-yhtiö Etera, sekä lisäksi haastateltiin Evankelis-luterilaisen kirkon työntekijöiden eläke-turvasta vastaavaa Kirkon keskusrahastoa.

Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma on yksi suurimmista Suomessa toimivis-ta työeläkeyhtiöistä. Varma näkee tärkeimpinä sidosryhminään vakuutuksen ottavat yritykset. Vakuutuksen ottajina ovat eläkkeensaajat. Valtio nähdään Varmassa sidos-tyhmänä lainsäädännön ja kansainvälisten sopimusten kautta, koska Varman tulee vas-tuullisuus näkökulmasta katsottuna huomioida Suomen valtion tekemät valtiosopimuk-set. Tällaisia ovat mm. ydinsulkusopimus ja erilaiset sanktiot tiettyjä valtioita vastaan. Lisäksi sijoituspäätösten taustalla vaikuttaa valitsevan yhteiskunnan asenneilmapiiri. Esimerkiksi Norjan öljyrahasto poissulkee sijoituskohteista ydinaseet sillä perusteella, etteivät ne ole yhteiskunnallisesti hyväksyttäviä. Varmassa tämänkaltaista yhteiskunnan yleistä ilmapiiriä voidaan käyttää perustelemaan sijoituspäätöksiä. (haastattelu Varma)

Keskinäisellä Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisella on noin 900 000 asiakasta, joka on sen keskeinen ja iso sidosryhmä Suomessa. Asiakaskunnan rakenne luo haasteen salkkura-kenteelle vastuullisuus näkökulmasta, koska asiakaskunta on hyvin heterogeeninen. Tästä johtuen on hankalaa määritellä mahdollisia toimialojen rajoituksia salkun ulkopuo-lle, koska on vaikeaa määritellä ne perusteet, jolla tällainen sijoituskohteiden rajaami-nen tehtäisiin. Ilmarisella on asiakaskunnassa hyvinkin erilaisia mielipiteitä rajausten suhteen. Ilmarisen omistajapolitiikan rakenteessa yksi keskeinen kulmakivi on ollut omistajapohjan ja asiakaskunnan heterogeenisuuden huomioiminen. Asiakkaiden lisäksi tärkeitä sidostyymiä löytyy suomalaisen kolmikantajärjestelmästä, jonka varaan myös eläkejärjestelmä perustuu. Media on myös huomioitava myös yhdeksi sidos ryhmäksi kuten myös kansalaisjärjestöt, jotka ovat viime vuosina kiinnittäneet huomiotaan eläke-yhtiöiden toimintaan. Eläkeyhtiöt kiinnostavat kansalaisjärjestöjä isoina rahavallan

käyttäjinä, jonka vuoksi kansalaisjärjestöt ovat todenneet näiden yhtiöiden tutkimisen tärkeäksi. (haastattelu Ilmarinen)

Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elolla keskeisiä sidosryhmiä ovat: yhteiskunta niin mikro kuin makrotasolla, asiakkaat, asiakasyritykset ja työntekijät. Näiden kaikkien sidosryhmien näkökulmia pyritään Elossa huomiomaan jollain tavalla tehtäessä eri ratkaisuja. Elo on eläkeyhtiönä uusi yhtiö, joka muodostui 1.1.2014, kun LähiTapiola Eläkeyhtiö ja Eläke-Fennia fuusioituivat. Fuusioituneissa yhtiöissä vastuullinen sijoittaminen on koettu suurin piirtein samoin. Erot näkökulmissa vastuullista sijoittamista kohtaan ovat näkyneet korkeintaan siten, että onko vastuullista sijoittamista hoidettu talon sisäisillä resursseilla vai onko käytetty ulkopuolisia neuvonantajia. Uudessa Elossa tul-taneen tekemään vastuullista sijoittamista aika paljon yhdistelmänä näiden kahden fuusioituneen yhtiön toimintatapoja. Molempien yhtiöiden toimintatavat vastuullisen sijoittamisen suhteen ovat omalla tavallaan olleet hyviä, joten niistä poimitaan parhaimmat tavat. Tavoitteena on jollain aikavälillä ryhtyä tekemään vastuullista sijoittamista tukevia analyysejä enemmän itse talon sisällä. Elossakin joitain vastuullisuuteen liittyviä palveluita hankitaan ulkopuolisilta palveluntuottajilta. Tätä kautta on mahdollista saada Elon toiminnan tietyille osa-alueelle sertifioitu leima, joka puolestaan mahdollistaa ulkopuolisten toimijoiden verifioida Elon toimintaa. (haastattelu Elo)

Kirkon keskusrahaston tärkeimmät sidostyhmät ovat työntekijät ja eläkeläiset. Heillä on tällä hetkellä n. 20 000 eläkeläistä ja yli 20 000 vakuutettua työntekijää. Kirkon keskusrahasto hoitaa Luterilaisen kirkon työntekijöiden eläketurvaa. Keva puolestaan hoitaa kirkon työntekijöiden eläkkeiden laskentaa ja maksatusta. Kirkon keskusrahasto on ulkoistanut nämä toimet Kevalle. Itse eläkkeisiin liittyvä sijoitustoiminta tapahtuu Kirkon keskusrahastossa. Itse eläkkeiden sijoitustoiminnasta vastaa Kirkon Eläkerahasto, joka on Suomen Finanssivalvonnan seurannassa, kuten muutkin eläketoimijat. Tämä siitakin huolimatta vaikkei Eläkerahastolla olekaan vakavaraisuussäännöksiä toistaiseksi. Eläkerahasto on osa Kirkon keskusrahastoa, jonka lisäksi keskusrahastossa on pari pienempää rahastoa eri osastojen toimintoja varten, joilla on vuosien varrella kerättyjä varoja. Eläkerahasto muodostaa 97 % kaikista Kirkon keskusrahaston varoista. Eläkerahaston sijoitussalkun hoitaminen vie keskusrahaston työntekijöiden ajasta valta osan ja siksi muiden varojen hoito onkin ulkoistettu ulkopuolisille varanhoitajille tai tiettyjen rahastojen kautta toteutettavaksi. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Keskinäisen Eläkevakuutusyhtiö Eteran tärkeimmät sidostyhmät ovat ensinnäkin asiakkaat, joilla on edustusta Eteran hallituksessa. Toisaalta yhteiskunnan puolelta Eteran toimintaan vaikuttaa todella voimakkaasti lainsäädäntötaho. Myös mediaa voidaan pitää tärkeänä sidostyhmänä, koska media nostaa keskustelun aiheeksi eläkeyhtiöt helposti. Lisäksi sidostyhmiiin kuuluvat eläkeläiset eli loppuedunsaajat. Eteran ominaispiirteisiin kuuluu se, että Etera on historiassa koostunut eri alojen eläkekassoista, joka eroaa tällä tavoin esim. Varman ja Ilmarisen historiasta. Eteran muodostaneita eläkekassoja ovat

olleet Rakennusalan työeläkekassa ja Taitelijoiden työeläkekassa (TaEl). Nämä ovat sittemmin yhdistyneet. Historia näkyy yhä siten, että Eteralla on yhä asiakkaina paljon rakennusyrityksiä ja freelancer- ja pätkätyöläistäiteilijöitä. Aiemmin Etera oli näiden alojen monopoli eläkeyhtiö, jolloin heidän ei tarvinnut pohtia asiakashankintaa asiakkaiden valitsiessa automaattisesti Eteran. 2000-luvulla muuttui lainsäädäntö, kun tuli TyEL. Tätä kautta Etera tuli mukaan kilpailuun muiden eläkeyhtiöiden kanssa samoista asiakkaista. Nykyään heidän pitää hankkia asiakkaat ja markkinoida olemassaoloaan. Sijoitusnäkökulmasta tällä on ollut vaikutusta siihen, että millaisia asiakashyvytyksiä pystyy maksamaan. Tämä ei suoraan näy asiakkaille, koska kaikilla on sama vakuutusmaksu riippumatta eläkeyhtiöstä. Myöskään eläkeläisten edut eivät riipu eläkeyhtiöstä, koska ne lasketaan lainsäädännön mukaan. Työeläkeyhtiöt ovat yhteisvastuussa eläkkeiden maksusta. Eteralla on käytössä ns. ”kuukausitekniikka” eli vakuutuksen ottajat maksavat vakuutusmaksut kuukausittain. Tämä voi helpottaa vakuutusmaksujen hallintaa. Vakuutusyritysten välisestä asiakasliikenteestä on olemassa julkisia tilastoja. Asiakkaiden vaihtuvuus yhtiöiden välillä on ollut 5-10 % (haastattelu Etera)

## **4.2 Kuinka eläkevakuuttajat määrittelevät vastuullisen sijoittamisen?**

Varmassa vastuullisen sijoittamisen periaatteet hyväksyy hallitus, jonka jäsenet koostuvat muun muassa ammattiliittojen edustajista. Varmassa vastuullinen sijoittaminen määritellään siten, ettei tiettyihin aloihin sijoiteta. Tämän lisäksi Varma harjoittaa normiperusteista seulontaa ja sijoituskohteiden arviointia ympäristö-, yhteiskunta- sekä corporate governance, eli hyvään hallintotapaan liittyvien tekijöiden, osalta. Varman mukaan se tekee sekä vastuullista että eettistä sijoittamista. Kyseisillä käsitteillä nähdään kuitenkin olevan selkeä ero. Negatiivisen arvottamisen kautta eettinen sijoittaminen on osana mukana sijoituspäätöksissä. Varmalla on ollut vuodesta 2005 alkaen linjauksia, jotka koskevat sijoitustoiminnan vastuullisuutta. Samasta vuodesta alkaen aiheutta on käsitelty osana yhtiön vuosikertomusta. (haastattelu Varma)

Varma kokee, että syitä korostaa vastuullisuutta on monia. Ensinnäkin toiminta on luonteeltaan pitkäluonteista ja julkisesti raportoitua. Jotta vastuullisuus voi näkyä sijoitusalkussa, edellyttää tämä minimissään 3-5 vuoden sijoitushorisonttia. Salkunhoidollisesta näkökulmasta katsottuna sijoitusperspektiivi on luontaisesti jo pitkä, joten ympäristökatastrofien sekä muiden riskien ja onnettomuuksien mahdollisuus on hyvä tunnistaa sijoituskohteen toiminnassa. Koska sijoituskohteissa on tarkoitus olla mukana pitkään, on valintavaiheessa syytä kiinnittää huomiota ympäristöseikkoihin. Varmalla on suurempi vastuu toimintansa vastuullisuudesta myös johtuen sen roolista eläkeyhtiönä. Lisäksi Varman tulee ottaa huomioon, että se on yhtiönä Suomessa suuri omistaja monissa eri yrityksissä. Jos Varman omistama yritys heikentäisi toisen suomalaisen yrityk-

sen toimintaedellytyksiä, tämä todennäköisesti heikentäisi Varman sijoituksia toisissa yhtiöissä. Sijoitusten heikkeneminen johtuisi siitä, että heikentynyt yritys saattaisi suurella todennäköisyydellä löytyä myös Varman salkusta. Tätä kautta kestävien toimintatapojen edellyttäminen yrityksiltä hyödyttää koko sijoitussalkun kehitystä. (haastattelu Varma)

Varma on kysellyt suomalaisilta yrityksiltä, kuinka paljon ne arvostavat vastuullista sijoittamista. Varman keräämän tiedon mukaan kovin moni suomalainen yritys ei katso vastuullisuusnäkökulmia kovin tärkeiksi sijoitustoiminnassaan. Vastuullisuutta ei koeta vielä tapana tai välttämättömyytenä sijoitusosalalla, joten vastuullisuusasiat huomioimalla sijoitustoiminnassa voi vielä saada jonkin verran etua kilpailijoihin nähden. Varma on kokenut, että julkistamalla vastuullisen sijoittamisen periaatteensa se toimii vastuullisena sijoittajana esimerkillisesti. (haastattelu Varma)

Muiden eläkevakuutusyhtiöiden, esimerkiksi Ilmarisen, julkaisemat vastuullisuustiedot ja toiminta eivät ole saaneet Varmaa julkistamaan omia vastuullisen sijoittamisen periaatteitaan. Syynä tähän on esimerkiksi se, että Ilmarisen julkinen ohjeistus vastuullisuudesta on hyvin erityyppinen Varman vastaavan ohjeistukseen verrattuna. Pienillä toimijoilla tietoja vastuullisen sijoittamisen osalta on julkaistu harvemmin tai julkistettu materiaali on ollut hyvin yleisluonteista. Täten Varma ei koe alan yleisen kehityksen ohjanneen heidän päätöksentekoaan vastuullisuusperiaatteiden julkistamisen osalta. Varmassa vastuullisen sijoittamisen ohjeistuksen julkistamiseen aloite on tullut suoraan sijoituspuolelta eikä viestintä tai asiakaspuolelta. Sijoittamisen vastuullisuusperiaatteet on myös laadittu sijoituspuolella. (haastattelu Varma)

Ilmarinen tarkoittaa vastuullisella sijoittamisella sitä, että Ilmarisella sijoituksen päätöksentekoprosessissa otetaan huomioon yhtenä tekijänä ESG-asiat. Näitä ovat ympäristövastuu, sosiaalinen vastuu ja hallintotapatekijät. Ilmarisessa ESG-asiat ovat salkunhoitajille jokapäiväinen asia, joita he seuraavat omien salkkuyhtiöidensä osalta. Terminä eettinen sijoittaminen elää vielä toimijoiden ja organisaatioiden puheissa yllättävän sitkeästi, mutta Ilmarinen itse käyttää terminä vastuullista sijoittamista eettisen sijoittamisen sijaan. (haastattelu Ilmarinen)

Vuodesta 2006, jolloin YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet otettiin käyttöön, on käytetty vallitsevana terminä vastuullista sijoittamista entisen eettisen sijoittamisen sijaan. Ennen vastuullisen sijoittamisen käsitteen käyttöönottoa ei ollut olemassa muuta käsitettä, kun eettinen sijoittaminen tarkoittamaan sijoitustoimintaa, jossa vastuullisuus näkökulmat otetaan huomioon. Ennen vuotta 2006 Ilmarisessakin omistajapolitiikan linjauksissa puhuttiin eettisen sijoittamisen ohjeesta. Ilmarisessa eettistä sijoittamista pidettiin haasteellisena käsitteenä, koska yritys ei kokenut eettistä sijoittamista oikeana terminä muun muassa siksi, että eettiseen sijoittamiseen liittyy voimakas näkemys tuoton toissijaisuudesta. Käyttämällä vastuullisen sijoittamisen käsitettä eettisen sijoittamisen käsitteen sijasta Ilmarinen halusi korostaa sitä, ettei heille tuotto ole toissijainen asia



vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin nähden. Suomessa lainsäädäntö asettaa eläkeyhtiöiden tavoitteeksi sijoittaa eläkevarat tuottavasti ja turvaavasti. Tästä syystä ennen oli ristiriitaista todeta, että Ilmarisella on eettisen sijoittamisen ohjeet ja samalla korostaa, että näistä periaatteista huolimatta tuotto ei ole Ilmariselle toissijainen. Ilmarinen näkee vastuullisen sijoittamisen ennen kaikkea riskienhallintana, jonka avulla tehdään vähintään yhtä hyvää tuottoa kuin mitä ilman tätä tekijään operoivat sijoittajat tekevät. Ilmarinen ei ole koskaan väittänyt, että he tekisivät vastuullisen sijoittamisen avulla parempaa tuottoa. (haastattelu Ilmarinen)

Rahoituslalla on tällä hetkellä tapana allekirjoittaa YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Pelkkä periaatteiden allekirjoittaminen ei kuitenkaan lupaa paljoa, koska se ei vaadi sijoittajalta muuta kuin vuosimaksun maksamisen ja periaatteisiin sitoutumisen julkisesti. Vuosien aikana on huomattu esimerkiksi monen rahastoyhtiön osalta, ettei pelkkä periaatteiden allekirjoittaminen vielä takaa mitään. Aiemmin käytössä oli UNPRI-periaatteiden kysely, johon oli pakko vastata mutta vastauksia ei ollut velvollisuutta julkistaa. Tästä syystä ei vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittamisella saavutettu vielä luottamusta (accountability) siitä, että sijoittaja todella ja todistettavasti noudattaa vastuullisia periaatteita omassa sijoitustoiminnassaan. Vaikka sijoittaja ei julkistanut kyselyyn jättämiään vastauksia, sillä ei ollut vaikutusta eikä merkitystä. Sidostyhmät saattoivat kysyä vastauksien perään, mutta suurin osa ei edes tiennyt mahdollisuudesta niiden kysymiseen. Osa yrityksistä saattoi vain vastata, etteivät ole tehneet mitään vastuullisen sijoittamisen eteen, mutta heillä on suunnitteilla hankkeita siihen liittyen. Nämä yritykset eivät yleensä julkistaneet omia vastauksiaan. Tästä ei seurannut rangaistuksia. (haastattelu Ilmarinen)

Osa yrityksistä sen sijaan julkisti omat vastauksensa ja kertoi mitä on tehnyt vastuullisuuden eteen sekä mitä ovat suunnittelemassa. Näiden yhtiöiden osalta pystyttiin seuraamaan vuosien aikana tapahtuvaa kehitystä. Ilmarinen oli yksi yrityksistä, joka julkaisi UNPRI-kyselyn vastaukset omilla Internet-sivuillaan. Kyselystä on siirrytty raportointityökaluun. Siirrosta seurasi valitettavasti se, että vuodelta 2012 ei ole olemassa mitään PRI:n puitteissa olevaa raportointia. Tästä syystä Ilmariseltakaan ei Internet-sivuiltaan löydy kuin vuoden 2011 tiedot, jotka julkistettiin vuoden 2012 aikana. (haastattelu Ilmarinen)

PRI-periaatteiden osalta on nyt saatu luotua online-työkalu, jonka avulla yritykset raportoivat vastuullisuuttaan. Keväällä 2014 yritykset raportoivat vuoden 2013 tapahtumista. Maaliskuu 2014 oli deadline raporttien jättämisen suhteen. Vuoden 2012 osalta kaikilla yrityksillä on tauko raportoinnissa pois lukien se informaatio, jonka he ovat kertoneet vuosikertomuksessaan. Uusi raportointityökalu pyrkii siihen, ettei pelkkä periaatteisiin sitoutuminen ja niiden allekirjoittaminen riitä vaan yritykset joutuvat myös raportoimaan mitä tekevät. Tässä on iso ero aiempiin käytänteisiin verrattuna. Uudet sopimuksen allekirjoittajat saavat vuoden aikaa (niin sanottu Grace period) raportoinnin

aloittamiseen. Käytännössä siis ensimmäisenä vuonna yritykset voivat jättää raportoimatta sekä tekemättä vielä mitään vastuullisuuden osalta. (haastattelu Ilmarinen)

Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Elo lähtee siitä, että lainsäädäntö luo pohjan vastuullisuuden määrittämiselle. Elo näkee vastuullisuuden kahdesta eri näkökulmasta. Nämä ovat sijoituskohteen vastuullisuus ja Elon oma vastuullisuus yhtiönä. Yhtiönä Elo kokee olevansa vastuullinen muun muassa siten, että kaikki heidän toimintansa on läpinäkyvää. Elossa on paljon tietoa vastuullisuudesta eikä vastuullisuusasioista vaieta, mikä on yhtiöiden työntekijöiden näkökulmasta helpottava tekijä. Vastuullisuus on vallitsevan trendin mukaan tällä hetkellä yksi Elon toiminnan kulmakivistä. Elon tavoitteena on ollut olla eläkevakuutusosalalla edelläkävijä vastuullisuuden suhteen. Elo haluaa käyttää aiheesta puhuttaessa terminä vastuullista sijoittamista eettisen sijoittamisen sijaan. (haastattelu Elo)

Elon edeltäjät ovat olleet mukana ensimmäisten joukossa allekirjoittamassa UNPRI-periaatteita Suomessa ja mukana perustamassa FINSIF:ä. Elon työntekijät ovat osakesijoituksia tehdessään havainneet LähiTapiolassa, että vastuullisuudesta ja vastuullisesta sijoittamisesta on alettu puhumaan sijoitustoiminnassa vuonna 2005–2006. LähiTapiola ja Fennia allekirjoittivat vuonna 2008 UNPRI-periaatteet. (haastattelu Elo)

Elon periaatteena on, että vastuullisuus määräytyy länsimaalaisten standardien mukaan siinäkin tapauksessa, että sijoituskohteet toimii maassa jossa lainsäädäntö sallisi länsimaissa laittomana pidettävät toimet. Esimerkiksi lapsityövoiman käyttöä ei sallittaisi sijoituskohteelta, koska se on länsimaissa laitonta. Elo uskoo käytännön vähitellen harmonisoituvan. Sen oletetaan näkyvän muun muassa globaaleissa pääomasijoituksissa. Niihin ovat kehityksessä hitaasti mutta varmasti arvostusperiaatteet, jotka pohjautuvat länsimaalaisiin vastuukäsityksiin. Palkkojen osalta tilanne ei kuitenkaan ole harmonisoitumassa eikä tätä edellytetä sijoituskohteilta kun kyseessä ei ole riistäminen. (haastattelu Elo)

Elossa vastuullisesta sijoittamisesta vastaa jokainen salkunhoitaja erikseen, eikä sillä ole omassa organisaatiossaan ketään erillistä vastuullisuusasiantuntijaa. Salkunhoitajat vastaavat vuorollaan vastuullisuusasioista. Pyrkimyksenä on vuosittain kierrättää kyseistä työtehtävää salkunhoitajalta toiselle. Vastuullisuus on tällä tavoin Elossa integroitu osaksi sijoitustoimintaa. Uudessa Elossa harkitaan mahdollisuutta, jossa yhden henkilön kohdennetuksi vastuuksi tulisi koordinoida UNPRI-raporttien laatimista. Nämä kyselyt työllistävät yleensä viikosta kahteen, sillä ne tulee täyttää joka omaisuusluokasta ja niistä tulee laskea erilaisia osia, ja siksi työläälle tehtävälle on harkittu omaa työntekijää. EläkeFennissa on ollut aiemmin erillinen sivutoiminen vastuullisuustaiantuntija, mutta silloinkin vastuullisuus oli jalkautettu sijoitusprosessiin. EläkeTapiolan puolella toimenkuva on ollut kiertävä muutaman hengen ryhmän kesken. (haastattelu Elo)

Elon edeltäjä EläkeTapiola noudatti LähiTapiola-ryhmän ”Vastuu tavaksi”-vuosikirjaa, jossa käytiin läpi vastuullisuusasioita. EläkeFennialla vastuullisuusasiat oli

integroitu osaksi vuosikertomusta. Tällä hetkellä Eloilta ei löydy omilta Internet-sivuilla organisaation uudistusprosessin vuoksi erillistä vastuullisuusraporttia tai tietoa aihealueesta. Näin ollen siellä ei ole erillistä sijoitustoiminnan vastuullisuusosiota. Tulevaisuudessa Elolla on tarkoitus jakaa tietoa aiheesta Internet-sivuilla ja lisäksi kenties laittaa osio osaksi ympäristövastuuraporttia tai vuosikertomusta. EläkeFennia ja LähiTapiola Eläkeyhtiöt julkaisivat vuonna 2014 vielä erilliset vuosikertomukset. Vuodesta 2015 alkaen Eloilta tulee oma vuosikertomus. Elon sijoitusjohtaja Hanna Hiidenpalo on usein ollut puhumassa eri tilaisuuksissa vastuullisuusasioista ja tahtotilaa asian käsittelyyn löytyykin Elostä. Sijoitusjohtaja ja haastateltava ovat yhdessä laatineet Elon vastuullisuusperiaatteita talon sisällä. Lisäksi prosessissa ovat olleet mukana Fenniasta tulleet henkilöt. Asian käsittelyyn on siis panostettu resursseja ja se koetaan tärkeäksi. (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahasto haluaa sijoittaa eläkevaransa tuottavasti, turvaavasti ja vastuullisesti. Kirkon Eläkerahasto on lähestynyt käsitteiden määrittelyä samoin kuin FINSIF. Kirkon keskusrahaston mukaan historiallisesti on puhuttu eettisestä sijoittamisesta. Käytännön tasolla tämä on tarkoittanut sitä, että jokaisella sijoittajalla on oma arvomaailma ja se on haluttu tuoda mukaan sijoitustoimintaan. Lähestymistapana tämä on tarkoittanut sitä, että joitakin yrityksiä tai toimialoja on karsittu sijoitussalkusta. Kirkon eläkerahastolla on ollut perustamisestaan lähtien (1991) varainhoitosopimuksissa viisi (5) toimialaa, jotka ovat poissuljettuja: tupakka, alkoholi, aikuisviihde, uhkapeli ja aseteollisuus. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Eläkeala on kehittynyt vuoden 1991 jälkeen. Kirkon eläkerahaston on päivittänyt vuonna 2007 omat sijoitusohjeensa ja lähiaikoina on jälleen tulossa uudistuksia ohjeiden päivityksen muodossa. Vuonna 2006 otettiin UNPRI-periaatteet käyttöön ja se toi mukanaan ESG-integroinnin ajatusmallin. Vastuullisuusnäkökulmat tulisi tämän perusteella olla osana sijoituspäätöksien tekoa. Lisäksi tulisi pyrkiä aktiiviseen omistajuuteen eli vaikuttaa sijoituskohteisiin, jos niissä on vastuullisuusnäkökulmasta korjattavaa tai parannettavaa. Kirkon eläkerahaston mielestä aktiivinen omistajuus on vastuullista sijoittamista. Vastuullisuusasiat otetaan huomioon sijoituksia hankittaessa ja niitä hallittaessa. Pohjan vastuulliselle sijoittamiselle luo eettinen sijoittaminen. Sen lisäksi on muitakin näkökulmia. Vastuullisessa sijoittamisessa korostuu se, että tavoitteena on tehdä hyvää sijoitustoimintaa ja riskikorjattua tuottoa. Vastuullinen sijoitustoiminta nähdään Kirkon Eläkerahastossa positiivisemmaksi ja aktiivisemmaksi lähestymistavaksi, kuin eettinen sijoittaminen. Kirkon Eläkerahasto ei käytä itse enää termiä eettinen sijoittaminen, koska sen koetaan tarkoittavan eri asiaa kuin vastuullinen sijoittaminen. Termin vaihtaminen eettisestä sijoittamisesta vastuulliseksi sijoittamiseksi oli tietoinen päätös ja liittyi sijoitusohjeiden lanseeraamiseen 2007. Termien erona on se, ettei yritetä karsia yrityksiä vaan löytää niitä vastuullisia toimijoita. Tätä varten laadittava analyysin laatiminen ja vastuullisten yritysten löytäminen on haasteellinen tehtävä. Sijoittajana Kir-

kon eläkerahasto haluaa löytää hyviä vastuullisia yrityksiä, kuten vuonna 2007 on todettu laadittaessa uudet sijoittamisen ohjeet. Kyseiset ohjeet on viimeksi päivitetty kesällä 2014. Mukana on myös Kirkon Eläkerahaston näkemys siitä, että näin pystytään samalla parantamaan omia tuottoja ja riskienhallintaa. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Etera määrittelee vastuullisen sijoitustoiminnan sen kautta, että työeläkeyhtiöillä on yhteiset vastuullisen sijoittamisen periaatteet (TELA:n periaatteet). Niiden tekemisessä on ollut mukana myös Eteran edustaja. Eteralla on käytössä sisäinen ja ei-julkinen vastuullisen sijoittamisen ohjausdokumentti. Eteran kokonaisnäkemysten mukaan tulee muistaa eläkeyhtiön perimmäinen tarkoitus. Haastateltava ei koe erillisen ympäri maailmaa kiertävän vastuullisuusosaston olemassaoloa eläkevakuutusyhtiössä tarpeelliseksi. Kohteet, joissa on todella pieni omistusosuus, on helpointa myydä pois omasta sijoitus-salkusta. Eteran tarkoitus ei ole opettaa muita vastuullisiksi maailmalla, vaikka yritys haluaakin näyttää hyvää esimerkkiä ja seurata hyviä periaatteita. (haastattelu Etera)

Etera käyttää käsitettä vastuullinen sijoittaminen eikä käsitettä eettinen sijoittaminen. Tämä johtuu siitä, että eettinen sijoittaminen pitää sisällään tietynlaisen arvomaailman. Eteran tulee olla objektiivinen siten, ettei kukaan vastuullisesta sijoittamisesta vastaava henkilö itsenäisesti päättäisi mikä on oikeaa ja mikä väärää sijoittamista. Etera on päättänyt vastuullisen sijoittamisen tarkoitettavan sitä, että sijoitustoimintaa ja yritystoimintaa säätelevät kansainvälisesti tunnustetut normit kuten esim. YK:n ja OECD:n säädökset, ILO:n työelämää koskevat säädökset sekä ihmisoikeussopimukset. Sen lisäksi sijoitustoimintaan vaikuttaa kansainvälinen ja kansallinen lainsäädäntö, joita on ehdottomasti noudatettava. (haastattelu Etera)

Vastuullisuuden pitää olla Eteran mielestä ulkoa määritelty. Etera voi toki määritellä, mikä heidän suhtautuminen on näihin ulkopuolella määriteltyihin säädöksiin. Etera on linjannut haluavansa noudattaa edellä mainittuja säädöksiä. Eterassa on osittain harjoitettu vastuullista sijoittamista jo pidemmän aikaa ja suurin osa sijoituksissa on pitkään ollut Suomessa. Sidosryhmät ovat olleet myös hyvin läheisiä. Sijoitustoiminta työeläkeyhtiössä alun perin lähti siitä, että oli takaisinlainoja. Tämä tarkoitti sitä, että työnantaja maksaa työeläkemaksuja, joista heillä oli oikeus lainata osa takaisin. Tätä kautta toiminta on ollut hyvin läheistä ja Etera on tuntenut asiakkaansa. Tämän toiminnan toki piti olla reilua (haastattelu Etera)

#### **4.2.1 Vastuullisuuden merkitys**

Varma kokee, että vastuullisuus on korostumassa sijoitustoiminnassa. Tässä suhteessa sijoittajat ovat Varman mukaan yrityksiä kymmenisen vuotta jäljessä. Yrityksissä vastuullisuusteemoja on korostettu jo kauemmin. Sijoitustoiminnassa vastuullisuus on saanut vauhtia 2000-luvun alussa ja varsinkin PRI:n perustaminen vuonna 2006 sai aikai-

seksi vastuullisuuden korostumisen sijoitustoiminnassa. PRI-raportointi, jossa ovat mukana kaikki suomalaiset työeläkeyhtiöt ja monet muu sijoittajat muun muassa omaisuushoitoapuolelta ja rahastoista, on tuonut uutta informaatiota sijoittajien harjoittamasta vastuullisesta sijoitustoiminnasta. PRI-raportoinnin osalta voidaan vertailla esimerkiksi sitä kuinka avoimesti, millä tasolla ja mitä kukin yritys julkaisee omista periaatteistaan ja toimintatavoistaan. Vastuullisuus sijoitustoiminnassa on aiheena suuren yleisön ja median kannalta mielenkiintoinen, joten Varma kokee tarpeelliseksi panostaa tähän jatkossa aiempaa enemmän. Vastuullisuus sijoitustoiminnassa on siis Varman mukaan kasvamassa ja sen merkitys korostumassa aiempaa enemmän. Koska sijoittamisessa lähdetään vastuullisuusasiassa lähes nollatasolta, ovat viime vuosien aikana tapahtuneet ja tulevat muutokset suhteellisen suuria ja nopeita. (haastattelu Varma)

Elon näkee, että alalla ollaan kehittymässä suuntaan jossa vastuullisuusasiat sijoitustoiminnassa kuuluvat alalla jo perusolettamukseen toiminnan luonteesta. Asiaa voi kuitenkin lähestyä useasta eri näkökulmasta. Esimerkiksi Tapiolan puolella ei ole ollut mitään poissulkevia sijoituskohteita. Viime vuosina keskustelu aiheesta Suomessa on ollut melko vähäistä Elon toimialalla. FinnWatch on hiukan ravistellut alaa ja kyseenalaistanut sen toimintaa. Elossa paine vastuullisuudesta on koettu kohdistuneen suuremmin suoraan sijoituskohteina oleviin yrityksiin. Yhdysvalloissa vastuullinen sijoittaminen on puolestaan vielä alkutekijöissään verrattuna Eurooppaan. Pohjoismaissa vastuullinen sijoittaminen on hyvin edistynyt. Esimerkiksi Norjan Öljyrahasto on yksi maailman edelläkävijöistä vastuullisen sijoittamisen suhteen ja on ollut muun muassa mukana perustamassa UNPRI:a. Kehittyvät markkinat ovat myös viime aikoina kunnostautuneet vastuullisuusasioissa saadakseen investointeja ja sijoituksia. Esimerkiksi Brasilia on jo lähes Eurooppalaisella tasolla vastuullisuudessa. Elossa vastuullisuuteen herättiin aikoinaan siten, että Hollannissa paljastui televisio-ohjelman kautta Hollannin eläkejärjestelmän sijoittaneen maamiinoin ja ydinaseisiin. Hollannissa eläkeyhtiöistä ei kukaan tiennyt kysyttäessä, miksi näihin aseisiin oli sijoitettu? Syy tähän oli se, että kukaan ei ollut seurannut tilannetta vastuullisuuden näkökulmasta. Lisäksi he olivat olleet kiinnostuneita saamaan suurempia voittoja tätä kautta. Ohjelman jälkeen Hollannissa nousi suuri keskustelu eläkevarojen sijoittamisesta, joka heijastui myös Suomeen vuonna 2006–2007. Tämän jälkeen laajeni Euroopassa tietoisuus vastuullisuus asioista. Tämä julkinen keskustelu on luonut esimerkiksi paljon vastuullisuuspalveluntarjoajia alalle. Haastateltavan mukaan Euroopassa vastuullisuusasiat ovat erittäin hyvällä tolalla. (haastattelu Elo)

Tietyt toimenpiteet ovat eläkevakuutuslalla nykyään valitsevia, vakiintuneita ja etabloituneita. Suurin osa varainhoitajista, joita esimerkiksi Kirkon Eläkerahasto käyttää, ovat UNPRI-periaatteet allekirjoittaneita. Pelkkä UNPRI-periaatteiden allekirjoittaminen ei missään nimessä Kirkon eläkerahaston mukaan kuitenkaan riitä. Jos kaikki sitoutuvat edellä mainittuihin periaatteisiin, tulee varainhoitajien erottuakseen avata eri

periaatteitaan ja sitä miten he tekevät vastuullista sijoitustoimintaa. Tässä ovat suurimmat erot havaittavissa varainhoitajien ja eläkesijoittajien keskuudessa. Vastuullista sijoittamista pohditaan ja tehdään jo laajalti, mutta toimintamallit ovat yhä erilaisia eri toimijoilla. Pohjois-Euroopassa ja Pohjoismaissa ovat omat toimintatapansa. Monella pohjoismaisella institutionaalisella sijoittajalla toimintamalli perustuu normipohjaiseen seulontaan ja vastuullisuuden lähtökohtana ja minimivaatimuksena ovat YK:n normit. Näillä sijoittajilla on käytössään konsultteja, jotka käyvät sijoitussalkkuja läpi. Konsulttien tehtävänä on raportoida, jos salkusta löytyy esimerkiksi ihmisoikeuksia rikkovia yrityksiä. Yhdysvalloissa on oma toimintatapa, jossa fokus on ollut enemmän ei toivotujen sijoitusten pois sulkemisessa. Euroopassa ollaan oltu Yhdysvaltoihin nähden edelläkävijöitä ja täältä myös löytyy paljon hyviä varainhoitajia. Esimerkiksi Sveitsissä on paljon säätiöitä, jotka vaativat tiettyjä sijoituskriteerejä. Tämän kautta varainhoitoala on Sveitsissä vastuullisuusasioissa edellä muita maita. Yksi esimerkki alan osaamisesta on RobecoSAM – vastuulliseen sijoittamiseen erikoistunut investointiyhtiö. Kyseinen yhtiö liittyy kestävän kehityksen indekseihin. He tekevät Dow Jones Sustainability Group Indexes’lle ESG-analyysiä. Haastateltava on ollut töissä Kirkon eläkerahastossa vuodesta 2006. Siitä tähän päivään mennessä on Suomessa salkunhoitajien asenteessa tapahtunut muutoksia ja viime vuosina asenne on muuttunut positiivisemmaksi vastuullista sijoittamista kohtaan. On havahduttu siihen, että vastuulliseksi sijoittamiseksi määriteltäviä asioita on jo aiemmin harjoitettu ja huomioitu, vaikkei niitä olla aiemmin mielletty vastuulliseksi sijoittamiseksi. Vastuullisuusasioita osataan nykyään tuoda paremmin esiin ja ollaan ymmärretty, että näillä asioilla on merkitystä sijoitusten kannalta. Vähätely vastuullista sijoittamista kohtaan ei ole täysin silti poistunut. Ajattelutavassa on tapahtunut kuitenkin suurin muutos. Ollaan huomattu, että vastuullisella sijoittamisella voidaan edesauttaa riskienhallintaa, sillä kaikista vastuuttomimmat yritykset on rajattu sijoitussalkun ulkopuolelle ja tätä kautta ei joudu tekemisiin ongelmayrityksien kanssa. Kun vastuullista sijoittamista on harjoittanut muutaman vuoden, voi nähdä voittojen mahdollisuuden sijoittamalla vastuullisimpiin yrityksiin ylituottojen hakemisen vuoksi. Tämä on vaikein osa vastuullista sijoittamista, mutta siihen suuntaan pitäisi aina pyrkiä. Yksi konkreettinen esimerkki on eräs Kirkon Eläkerahaston salkunhoitajista, jonka kanssa Eläkerahasto on tehnyt monta vuotta yhteistyötä. He tapaavat toisensa kvartaaleittain, kuten kaikki salkunhoitajat. Näissä tapaamisissa käydään läpi salkkua ja kaikki ESG-asiat tarkoituksena selvittää, onko näillä markkinoilla tai Kirkon Eläkerahaston salkussa yrityksiä, joilla on ollut kiistanalaisia tapauksia. Kirkon Eläkerahasto oli aiemmin aina se taho, joka kysyi vastuullisuusasioiden perään. Nykyään Eläkerahaston ei tarvitse itse enää kysyä asian tilasta, koska heille kerrotaan salkunhoitajan omasta toimesta ajankohtaiset teemat ja yritykset esiin sekä kertovat millä tavalla on salkunhoitaja keskustellut yrityksen kanssa. Muutenkin salkunhoitaja kokee asian tärkeäksi ja osoittaa sen käytöksellään. Muutos asenteissa on hidasta, mutta sitä tapahtuu koko ajan. FIN-

SIF:issä on yli 50 jäsentä tällä hetkellä ja UNPRI-periaatteet on allekirjoittanut yli 30 toimijaa. Kaikki tämä on tapahtunut muutamassa vuodessa. Tätä voidaan pitää melko suurena muutoksena. Sitoutumista löytyy vastuulliseen sijoittamiseen, jonka varaan on mahdollista lähteä yhteisvoimin kehittämään alaa. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Vastuullinen sijoittaminen itse sanana on noussut esiin 2000-luvulla. Etera allekirjoitti vuonna 2010 UNPRI-periaatteet. Silloin tapahtui käänne sijoitusjohtajan vaihtuessa. Tässä yhteydessä uusi sijoitusjohtaja koki asiassa kunnostautumisen tarpeelliseksi. UNPRI ja vastuullinen sijoittamisen koettiin nousseen isommaksi teemaksi. Aiemmin oli lähdetty siitä olettamasta, että suomalaiset yritykset seuraavat lainsäädäntöä eikä heidän toiminnassaan ole riistoa tai orjuuttamista. Mitä enemmän on siirrytty siihen, että sijoitetaan ulkomaille, sitä hankalampaa on ollut olla varma vastuullisuuden toteutumisesta sijoituskohteista. Samaan aikaan Eteralta sijoittajana odotetaan enemmän. Jossain mielessä voidaan sanoa, että vastuullinen sijoittaminen ja sen soveltaminen omassa sijoitustoiminnassa on edellytys toimia eläkevakuutusyhtiönä Suomessa. Eläkeyhtiöt ovat isoja sijoittajia ja niillä on vaikutusvaltaa. Tästä syystä niitä kohtaan on suuremmat odotukset etenkin median taholta, ei välttämättä niinkään suoraan asiakkailta. Lisäksi erilaiset kansalaisjärjestöt pyrkivät vaikuttamaan. Eteralla ei ole omaa tutkimustietoa siitä, miten asiakkaat arvostavat ja kokevat tarpeelliseksi vastuullisuuden sijoitustoiminnassa. Näin ollen ei tiedetä miten vastuullisuudella on merkitystä eläkeyhtiön valintaan. Kaikki eläkeyhtiöt harjoittavat vastuullista sijoittamista jossain määrin. Osa eläkeyhtiöistä on harjoittanut vastuullista sijoitustoimintaa pidempää kuin toiset. Olisi Eteran mukaan mielenkiintoista tietää, onko vastuullisuudella merkitystä. Enemmän alalla oletetaan tällä hetkellä, että jokaisella on tietty taso vastuullisuudessa. Toisaalta, jos joku yhtiö tuo selkeästi esille enemmän vastuullisuusasioita ja on panostanut vastuullisuuteen, löytyy varmasti yhtiöitä ja työnantajia jotka haluavat tehdä eläkevakuutusyhtiön valinnan vastuullisuusperusteella. Vastuullisuuden korostaminen on myös markkinointia ja sillä saa lisää näkyvyyttä, etenkin jos on lehdissä ja uutisissa tai muussa mediassa. Se luo positiivista mielikuvaa. FINSIFin kautta haastateltava on saanut sellaisen kokemuksen, että vastuullisuus sijoittamisessa on kasvattanut merkitystään. Myös UNPRI allekirjoittaneiden määrä kertoo asian merkityksestä. Suomessa suurimmat toimijat ovat jo mukana UNPRI-periaatteiden allekirjoittaneissa. Myös hyvin erilaisissa organisaatioissa asia on noussut esille. Esimerkiksi varainhoitoyhtiöissä asia on mennyt eteenpäin, kun asiakkaat ovat alkaneet vaatia vastuullista näkökulmaa. Pärjätäkseen kilpailussa tulee tämä näkökulma ottaa huomioon tai sitten se voi olla jopa kilpailuetu, koska sillä toimialalla kaikki eivät samalla tavalla tuo asiaa esille. Etera käsityksen mukaan Euroopassa ollaan vastuullisessa sijoittamisessa Yhdysvaltoja edellä. Esim. yhdysvaltalaisissa rahastoissa on selkeästi vähemmän UNPRI-allekirjoittaneita tahoja, vaikka vastuullinen sijoittaminen Yhdysvalloissakin tunnustetaan. (haastattelu Etera)

### 4.3 Eläkevakuuttajien keinot arvioida sijoitusten vastuullisuutta

#### 4.3.1 Vastuullisen sijoittamisen ohjeisto

Varmalla on ollut sisäisessä käytössä yleisluonteiset vastuullisen sijoittamisen ohjeet jo monta vuotta. Varmalla on ollut tämän lisäksi työn alla noin kahden vuoden ajan vastuullisen sijoittamisen ohjeisto, joka julkistettiin keväällä 2014. Se kattaa sekä yleiset että tarkemmat suhteellisen yksityiskohtaiset omaisuuslajikohtaiset ohjeet. Varmalla on jostakin omaisuusluokista sisäisesti vielä julkistettuakin tarkemmat ohjeet. Kyseiset ohjeet tulevat Varman verkkosivuille julkiseen jakeluun, kuin myös osaksi vuosikertomusta. Varma kokee julkistavansa muutenkin suhteellisen avoimesti toimintaansa liittyviä asioita, jos niitä ei ole erikseen syytä salata. Sijoittamisen ohjeistus on laadittu sijoituspuolella sisäistä käyttöä varten sekä julkista tiedostusta varten. Lisäksi sitä hyödynnetään kommunikoitaessa varainhoitajien kanssa. Tätä kommunikaatiota käytäessä on helpompaa, että vastuullisen sijoittamisen periaatteet Varmassa ovat julkisia. Lisäksi Varmassa koetaan, että vastuullisen sijoittamisen ohjeet on hyvä julkaista kun ne ovat olemassa. Varmassa ei ole nähty syytä olla julkistamatta ohjeita, sillä ne ovat melko yleisluonteisia eikä niissä mennä yksityiskohtiin. Varma kokee myös, että harva voisi hyödyntää vastuullisen sijoittamisen ohjeita väärin tarkoituksiin. (haastattelu Varma)

Ilmarisen omistajapolitiikka määrittelee vastuullisen sijoittamisen ohjeet. Omistajapolitiikka on melko käytännönläheinen. Se käsittelee muun muassa sijoituskohteen vähimmäisvaatimuksista. Omistajapolitiikka näkyy kaikkein eniten Ilmarisen vastuullisen sijoittamisen asiantuntijan toimessa. Haastateltu Ilmarisen asiantuntija istuu itse dealing-salissa. Tällöin salkunhoitajat voivat suoraan tulla kysymään ja kommentoimaan tekijöitä, jotka liittyvät vastuullisuusasioihin. Salkunhoitajat ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntija keskustelevat keskenään siitä, mitä kultakin yritykseltä tulee kysyä sekä informoivat tarvittaessa tutustumaan julkaistuun materiaaliin sijoituskohteesta. Salkunhoitajat tuntevat yritykset parhaiten. Siksi on koettu turhaksi että Ilmarisella olisi lista vastuullisesti hyväksyttävistä yhtiöistä. Vastuullisen sijoittamisen asiantuntijan tehtävänä on antaa salkunhoitajille vinkkejä teemoista ja asioista, joita kannattaa kysellä asiakas- ja sijoittajatapaamisissa. Lisäksi vastuullisen sijoittamisen asiantuntija on toisinaan myös mukana itse asiakaskohtaamisissa. Ilmarinen pyrkii vastuullisuusasioissa integroitua toimintatapaan. Salkunhoitajilla on vastuu yhtiöistä, jonka ohella heillä on vastuu myös niiden ESG-asioista. Ilmarisella ei olemassa etukäteen tehtyä listaa vastuullisista sijoituskohteista. Omistajapolitiikan lisäksi Ilmarisella on sisäiset käytännön ohjeet, joita ei ole julkistettu. Koska sijoitussektorit ovat hyvin erilaisia, Ilmarisella ei ole tiukkaa sapluunaa siitä millaisia asioita pitää kysyä aina tai tietyn sektorin yhtiön ollessa kyseessä. (haastattelu Ilmarinen)



Elolla oli aiemmin Eläke-Tapiolassa erilliset vastuullisuusosiot ja -raportit Internet-sivuilla. ”Vastuu tavaksi” – raportti kattoi vastuullisuusasiat myös sijoittamisen osalta. Elossa on oma toimintatapa, jolla he arvioivat yrityksiä vastuullisuusnäkökulmasta. Uusien henkilöiden tullessa töihin Eloon perehdytetään heidät hyödyntämään tätä vastuullisuuden toimintatapaa. Uusille Internet sivuille on tarkoitus tulla vastuullisuusasioista tietoa. (haastattelu Elo)

Kirkon keskusrahasto määrittelee vastuullisen sijoituskohteen seuraavasti. Ensinnäkin Kirkon Eläkerahastolla on oma omistajapolitiikka. Kirkon Eläkerahasto käyttää poissulkevaa menetelmää, ”best in class”-menetelmää, positiivista arvottamista, ESG-integrointia sekä vaikuttamista ja aktiivista omistajuutta. Näistä aktiivinen omistajuus jäi puuttumaan vuonna 2009 laaditusta omistajapolitiikasta. Se mitä hyödynnetään käytännössä, riippuu aina varainhoitajasta ja hänen omista prosesseistaan. Kirkon Eläkerahasto edellyttää omistajapolitiikassaan, että käytettävät varainhoitajat ovat allekirjoittaneet UNRPI-periaatteet. Haastattelun vastuullisen sijoittamisen asiantuntijan mukaan 90 % Kirkon Eläkerahaston kaikista sijoituksista on UNPRI-periaatteet allekirjoittaneiden varainhoitajien hoidossa. Tämä on seurasta siitä, että on haettu periaatteet allekirjoittaneita toimijoita. Kirkolla on aiemmin ollut 2007 laadittu vastuullisen sijoittamisen ohjeisto. Kirkon Eläkerahaston omistajapolitiikka valmistui 2009. Siinä on jonkin verran päällekkäisyyttä vastuullisen sijoittamisen ohjeiston kanssa. Omistajapolitiikka määrittellään vastuullisuuskenttää ja sitä kautta paljon samoja asioita kuin vastuullisen sijoittamisen ohje. Kolmantena dokumenttina on ollut sisäisessä käytössä ”Vaikuttamisstrategia”, joka kuvaa Ethixin toimintatapaa. Se myös kuvaa tapaa, jolla Kirkon Eläkerahasto haluaa itse toimia aktiivisena omistajana. ”Vaikuttamisstrategia” koskee ylipäänsä juuri aktiivista omistajuutta. Se toimii Eläkerahaston sisäisenä suunnitelmana ja strategiana siitä, kuinka Eläkerahaston tulee toimia aktiivisen omistajuuden saralla. Sitä ei jaeta salkunhoitajille, joilta Eläkerahasto ostaa palveluita. Salkunhoitajia varten ovat Eläkerahaston vastuullisen sijoittamisen ohjeet, jotka päivitettiin kesällä 2014. Sen tavoitteena on ollut olla käytännönläheisempi ohje. Tämän ohjeen ensisijainen kohderyhmä on Kirkon Eläkerahaston varainhoitajat. Eri omaisuuslajeille on tarkoitus määrittellä erikseen se, mitä vastuullisuus tarkoittaa. Uudessa ohjeessa on myös tarkoitus yhdistää aiemmin erilliset omistajapolitiikka-, ei julkinen vaikuttamisstrategia- ja vastuullisen sijoittamisen ohjeet. On helpompi pitää yhtä dokumenttia ajan tasalla. Uudet ohjeet on tehty nimenomaan Eläkerahaston näkökulmasta. Ne ovat Eläkerahaston vastuullisen sijoittamisen ohjeet, vaikka toimivat myös seurakunnille suosituksena. Uusi dokumentti hyväksytetään Eläkerahaston johtokunnassa, toisin kuin aiempi vuoden 2007 ohje, joka oli hyväksytetty Kirkkohallituksen täysistunnossa. Päätöksentekoa ja valvontaa on haluttu siirtää Eläkerahastolle, jossa vastuullisuusasioita muutenkin hoidetaan. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Eteralle vastuullisen sijoittamisen ja omistajaohjauksen periaatteet on laadittu TE-LA:n vastaavien periaatteiden pohjalta. Vastuullisuusperiaatteet sijoitustoiminnassa menevät osittain limittäin koko Eteran vastuullisuusperiaatteiden kanssa. Vastuullisesta sijoitustoiminnasta löytyvät esimerkiksi omat dokumentit, mutta ne ovat osittain päällekkäiset muiden vastuullisuuskirjoitusten kanssa. Kyseinen dokumentti, joka oli vielä keväällä 2014 kommentoitavana, on alisteinen koko Eteran eettisille periaatteille. Se on salkunhoitajien sekä muiden vastuullista sijoitustoimintaa tekevien käytössä. TE-LA:n dokumenttia on pidetty Eteran julkisena vastuullisen sijoittamisen periaatteena. Sisäisessä käytössä on ollut muita dokumentteja. Lisäksi vuosikertomuksessa on lyhyitä tekstejä vastuullisuudesta. Sisäisissä dokumenteissa on kerrottu tarkemmin muun muassa siitä, mitä Etera tarkoittaa vastuullisella sijoittamisella. Etera ei kategorisesti poissulje sijoituskohteita vaan pikemminkin seuraa sitä, mitä omassa sijoitussalkussa tapahtuu. Eteralta löytyvät ohjeet siihen, kuinka tämä seuraaminen toteutetaan. Lisäksi on määriteltä vastuita eri tasoilla, kuten esimerkiksi mikä on hallituksen ja johdon vastuu tai käytännöntyöstä vastaavan sijoitustiimin. Muut edellä mainituista tahoista vastaavat lähinnä seurannasta. Lisäksi on muutama henkilö, jotka keskittyvät enemmän vastuulliseen sijoittamiseen vaikka heidän ei vastaa ainoastaan siitä. Vastuu on jaettu salkunhoitajien kanssa. Koko Eteran tasolla on päätetty sijoitussuunnitelmassa, että sijoittamisessa huomioidaan UNPRI-periaatteet. Kiinteistösijoitusten puolella on muun muassa ”Green Building Council Finland” -sertifikaatti. Etera on mukana FINSIF:ssä. Eteralta löytyvät myös sisäpiiriohjeet, jotka ovat osa vastuullista sijoittamista corporate governance osiossa. Eteralla on myös eettiset periaatteet. Ne sisältävät esimerkiksi laajemman kontekstin siitä, miten Etera noudattaa lakeja ja määräyksiä sekä erilaisia ohjeita. On hyvin paljon erilaista lainsäädäntöä, joka ohjaa Eteran toimintaa. Eettiset periaatteet muun muassa kertovat ympäristöasioihin suhtautumisen ja se taas osittain linkittyy kiinteistösijoituksiin sekä niissä tehtävää työhön ja green office –hankkeeseen. Ohjeet ovat GRI-integroitu ja standardien mukaiset. Vastuullisuusosio on Eterassa osa vuosikertomusta. Eteran tavoitteena on ollut integroida vastuullisen sijoittamisen ohjeet osaksi vuosikertomusta. Oma kokemus salkunhoitajien keskuudesta on ollut, että vuosikertomuksen osana oleva vastuullisuusinformaatio on validimpi kuin erillinen vastuuraportti ja käyttökelpoisempi sijoituspäätösten tueksi. Tällöin ne on arvotettu samalla tasolle. Näin luvut ja tiedot ovat yhtä valideja dokumentteja. Tällainen tieto kertoo sen, mitä lukujen takaa löytyy kyseisessä yrityksessä. Samalla saadaan tietoa siitä, millaisia riskejä yrityksessä saattaa olla piilevänä. Ylipäänsä on koettu sujuvammaksi se, että nähdään vastuullisuusosio luonnollisena osana vuosikertomusta. Näin vastuullisuusosio ei jää ylimääräiseksi materiaaliksi johon perehtyä jos on aikaa, vaan se on oleellinen osa yrityksen tulosisäilytyksiä. (haastattelu Etera)

### 4.3.2 Vastuullisuuden näkyminen sijoitustoiminnassa

Varma kokee vaikuttamismahdollisuutensa omistamiensa yhtiöiden vastuullisuuteen olevan riippuvainen omistusosuutensa suuruudesta. Jos Varma on pienenä omistajana yrityksessä, niin Varma ei koe kykenevänsä vaikuttamaan asioihin kovinkaan paljon. Jos suuromistaja, eli kymmenen suurimman joukossa, on omistajana parempi mahdollisuus vaikuttaa yrityksen toimintaan. Varman osalta suurimmat omistukset ovat Pohjoismaisissa yrityksissä ja varsinkin suomalaisissa yrityksissä. Varman kokemus Suomessa on ollut, että yritykset ovat vastuullisuudessa sijoittajia edellä. Varma on omien omistustensa osalta puuttunut Suomessa eniten yritysten hallinnointikysymyksiin, kuten corporate governance-kysymyksiin nimitysvaliokuntien osalta. Varmalla on sijoittajana varsinkin Suomessa merkittävä rooli, joten heillä on halutessaan hyvät vaikutusmahdollisuudet. Varma kokee vaikuttamismahdollisuutensa Suomessa ja muissakin isoissa omistuksissa hyväksi. Suomessa ei kuitenkaan ole ollut Varman mukaan juurikaan tapauksia, joissa sijoittajan roolissa olisi ollut syytä puuttua yrityksen toimintaan. Varma on saanut palautetta yritysten yritysvastuuasiantuntijoilta siitä, että yritykset toivovat sijoittajien kiinnostuvan enemmän yritysten toiminnasta. Varman kiinteistösijoituksissa on käytännönläheisempää vastuullisuusarviointia ja toimia sen saavuttamiseksi. Ympäristöasioilla on kiinteistösijoituksissa suurempi rooli verrattuna suoriin osakesijoituksiin. (haastattelu Varma)

Ilmarinen puolestaan harjoittaa normipohjaista tarkastelua, jota haastateltu vastuullisen sijoittamisen asiantuntija ei pidä erikseen kuuluvana kumpaankaan kategoriaan eli negatiivisen tai positiivisen arvottamiseen. Ilmarinen hyödyntää ulkopuolista palvelun tarjoaa GES:a siinä, että se tutkii sijoituskohteita mahdollisten Ilmarisen arvojen vastaisten yritysten varalta. Tämä tarkastelu on lähtöpiste ja vähimmäisvaatimus sijoitustoiminnassa. Tämän lisäksi Ilmarisessa salkunhoitajat hoitavat ESG-asioita. Tässä arvioissa Ilmarisella ei ole käytössä tarkkaa sapluunaa. Ei ole siis olemassa kyselylomaketta tai raporttipohjaa, joka salkunhoitajien pitäisi täyttää jokaisesta sijoituskohteena olevasta yrityksestä. Kyse on enemmänkin siitä, miten salkunhoitajat arvottavat näitä eri asioita. Tarkastellessa sijoituskohteita vaikutusta on myös toimialoilla, joita ovat esimerkiksi IT-ala ja metsäteollisuus. IT-alaa seuraavalle salkunhoitajalle esimerkiksi maankäyttökysymykset eivät ole kovinkaan tärkeä tutkimisen kohde tutkittavassa yrityksessä. IT-alalla nousevat paljon tärkeämmiksi seurattavaksi asioiksi palkkaamiskysymykset, palkkauksen tasa-arvoisuuteen liittyvät kysymykset, työntekijöiden yksityisyydensuoja ja työelämän oikeudet. Lisäksi ongelmia voivat olla työyhteisöissä esimerkiksi telealalla verkkokiusaaminen ja korruptio. Metsäyhtiöiden osalta taas vastaavasti pitää tutkia tarkemmin maankäyttökysymyksiä, joita tutkimatta ei voi arvioida kyseisen alan yrityksiä ja niiden vastuullisuutta. Johtuen edellä mainituista eri alojen välisistä eroista Ilmarinen ei ole luonut tarkkaa vastuullisen sijoittamisen sapluunaa. Tapa arvioida yrityksiä on

toimiala- ja yrityskohtaisia. Salkunhoitajien avuksi Ilmarisella on käytössä lisäksi erityisesti ESG-asioihin keskittynyttä analyysiä. Tätä analyysiä salkunhoitajat käyvät läpi samalla tavalla kun he tekevät Exceleihin kassavirtalaskelmia ja muita laskelmia. Salkunhoitajat miettivät ESG-asioita siitä näkökulmasta, kuinka ne vaikuttavat yrityksen tuotto-odotuksiin ja arvostusvaatimukseen. Ilmarinen pyrkii kehittämään omistamiaan ja rahoittamiaan yrityksiä. Se on osa Ilmarisen aktiivista omistajuutta, mikä on yksi Ilmarisen omistajapolitiikasta löytyvistä pääperiaatteista. Ilmarinen ei ole aktivistiomistaja, mutta se on aktiivinen omistaja. Tässä on selkeä ero siten, että Ilmarinen pyrkii tekemään mahdollisimman paljon ns. kulissien takana, mutta harvemmin Ilmarista näkee julkisuudessa kommentoimassa tai puhumassa omistamistaan yrityksistä, joissa on ongelmia. Erikseen Ilmarinen mainitsee Talvivaaran tapauksen. Se oli em. verrattuna harvinainen tapaus siinä mielessä, että Ilmarinen oli aika avoin silloin, kun Talvivaaralle kävi vastuullisuusasioissa heikosti. (haastattelu Ilmarinen)

Elossa vastuullinen sijoitustoiminta nähdään osana riskienhallintaa. On väärin sanoa, että Elo jättäisi sijoittamatta johonkin peläten esim. Greenpeacen kaltaisen kansalaisjärjestön sijoituspäätöksen jälkeen esittämää kritiikkiä ja arvostelua. Sama pätee FinnWatchiin, joka on tuonut Elon mukaan hiukan provosoivasti esiin sijoituskohteiden epäkoh-  
tia. Elon mukaan kaikissa sijoituskohteissa on puolensa ja tiettyjä ongelmia, kuten esim. sijoittamisessa Hollannin valtion velkakirjoihin samalla kuin valtiossa prostituutio on sallittua. Se ei ole kyseisessä maassa kiellettyä, mutta onko se sijoittajan arvojen vastaista. Tärkeä osa riskienhallintana näkökulmaa on maineriskin hallinta. Sijoituskohteiden vastuullisuuden arviointia tehdään siitä näkökulmasta, mikä näyttää kielteiseltä, vaikka se olisikin laillista. Elo ei halua negatiivisten otsikoiden kohteeksi omistamiensa yhtiöiden ja pääomarahastojen kautta. Esim. viime aikoina on keskusteltu negatiiviseen sävyyn ruotsalaisten pääomasijoittajien sijoituksista suomalaisiin terveysalan yrityksiin, joista on pumpattu rahat ulos ja johtajille on maksettu isot palkkiot. Tämän kaltaisissa otsikoissa Elo ei halua olla mukana. Sijoitusten taustalla tulee olla vahva arvomaailma, mihin Elo itse uskoo ja joka tulee talon sisältä. Heidän mielestään vastuullisuutta ei voida ulkoistaa palveluntarjoajille, joita osa muista sijoittajista hyödyntää. Vastuullisuutta pitää Elon mukaan itse tehdä. Elossa arvostetaan UNPRI-periaatteita ja niitä valvovaa organisaatiota vrt. yksityiset reitit. Yksityisissä reitauksissa Elossa ongelmaksi koetaan mahdollinen tulosten validisuus ja pohdinta siitä, onko mahdollista ostaa hyviä tuloksia? Yrityksen tulee Elon mukaan itse tietää, mikä organisaation mielestä on tärkeää ja sen lisäksi organisaatio rakentaa oman strategian sen ympärille, mikä ”kestää niin sateessa kuin paisteessa”. Lisäksi vastuullisuusstrategian tulee olla ihmisille ja etenkin sen kanssa työskenteleville helposti mielletävissä ja ymmärrettävissä oleva. Vastuullisuus ei voi perustua ulkopuoliseen sertifikaattiin (esim. ”Kolme a:tta, AAA”), josta ei tiedetä mistä se on tullut. (haastattelu Elo)

Elossa jokainen omaisuustiimi ja omaisuusluokkatiimi määrittelevät ja luokittelevat itse vastuullisuusperiaatteita sekä miten mitäkin arvottavat. Kiinteistöt on konkreettisen helppoja arvottaa. ESG:stä kiinteistöistä on helppo mitata E:tä eli ympäristöä esim. energia-asteita, kierrätysasioita ja työvoimankäyttöä mm. harmaantyövoiman olemassa oloa. Osakkeiden osalta arvottaminen sen sijaan on välillä hankalaa johtuen yritysten kokoeroista. On isoja yrityksiä, joilla on paljon resursseja vastuulliseen sijoittamiseen. On keskikokoisia yrityksiä, joihin Elo haluaa yleensä sijoittaa johtuen näiden yhtiöiden isommista kasvumahdollisuuksista. Näillä yhtiöillä on yleensä pienemmät resurssit vastuusasioissa, jolloin arvioinnissa joutuu tekemään Elon roolissa paljon enemmän työtä saadakseen selville yrityksen tila vastuullisuusnäkökulmasta. Lisäksi on vielä pienet paikalliset yritykset, joilla ei ole viiden hengen ryhmää tekemässä vastuullisuusarviointia. Osakkeiden osalta kaikki on siis suhteellista ja riippuvaista yrityksen koosta. Tärkeää on tavata yrityksen edustajia ja toimitusjohtajia. Näissä tapaamisissa voi jo aistia, ovatko vastuullisuusasiat oikeasti yrityksessä tärkeitä ja onko niihin varattu resursseja sekä ovatko nämä asiat toimitusjohtajalle tärkeitä. Elolle on todella tärkeää, että sijoituskohteena olevan yrityksen johto sitoutuu vastuullisuuteen. Jos vastuullisuusosasto on yrityksessä alemman tason organisaatio, eikä asiasta aidosti olla kiinnostuneita, niin tällä ei koeta olevan yritykselle positiivista vaikutusta. Tärkeämpää on, että Elo näkee heidän toimivan parhaalla mahdollisella tavalla, mikä ilmenee ulospäin asiaan sitoutuneen yritysjohtajan panostuksen tuloksena. Korkopuolella sen sijaan määrittely on hankalampaa, koska sijoituskohteet ovat valtioita eivätkä yhtiöitä. Luottorahastot ovat helppoja, koska niiden taustalla on yrityksiä. (haastattelu Elo)

Elolla on olemassa vastuullisuuteen omat skaalat, mitä he katsovat esim. pörssiyhtiöistä. Ilmastonmuutokseen on omat skaalaukset, jonka mukaan kaikki Elon sijoituskohteet on arvotettu. Elo antaa näiden perusteella yrityksille numeroita ja pyrkivät siihen, että numero voi koko ajan parantua niissä kohteissa, joissa Elo itse on sijoittajana mukana. Tavoitteena vastuullisuudessa perimmiltään Elon mukaan on yrityksen tahto parantaa toimintaansa ja sitä kautta tehdä yhteiskunnasta parempi. Vastuullinen sijoittaja voi halutessaan sijoittaa myös yritykseen, jolla vastuullisuusasiat eivät ole tällä hetkellä riittävän hyvin tavoitteena ja pyrkiä parantamaan yrityksen vastuullisuusasioita alalla toimivia muita yrityksiä paremmaksi. Missiolle saavutetaan tulos silloin, kun yritys aloittaa kantamaan vastuuta tekemistään. Samalla kyseisen yrityksen arvo nousee sen omassa liiketoimintaympäristössä. Esimerkiksi hiilivoimalayhtiöt voivat parantaa kivihiilen tuotantoprosessejaan ja kehittää vastuullisuuttaan. Elo hakee yrityksiä, jotka tähtäävät vastuullisuudessa parantaviin tekoihin. Vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna niin sanotut ”väärän toimialan” yritykset joutuvat helposti sijoituskohteiden ulkopuolelle. Tämä voi alkaa heikentää kyseisten yhtiöiden osakekursseja, jonka seurauksena kyseisten yritysten osakkeita voi saada edullisesti hinnoiteltuna. Kun tällainen yhtiö panostaakin yhtäkkiä uuteen teknologiaan ja parantaa vastuullisuuttaan, niin sen osake-

kurssi voi alkaa nousta. Tässä piilee sijoittajan hakema tuoton mahdollisuus. Tietyllä tavalla tähän sisältyy myös riskienhallinta samalla. (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahasto puolestaan ei tee talon sisällä yritysanalyysiä tai yritysvalintaa. Kaikki tämä on ulkoistettu sijoitusrahastojen muodossa. Sen lisäksi Eläkerahastolla on kolme suoraa täydenvaltakirjan omaisuudenhoitomandaattia. Tämä käsittää kaksi Suomi-osakesalkkua, joista Nordealla on toinen ja toinen Evlillä, ja Eurooppalainen osakesalkku LähiTapiolalla. Salkunhoitajilla on näissä kaikissa täydet valtuudet valita yrityksiä näihin salkkuihin. Taustalla on tarkka sopimus siitä, millä tavalla yrityksiä myös ESG-asiat huomioiden otetaan salkkuun mukaan. Kirkon Eläkerahaston tehtävänä on valita ja seurata varainhoitajia. Tehtävänä on monitoroida nykytilaa. Lisäksi Eläkerahastolla on aina uusia hakuja päällä varainhoitajiksi. Kirkko kysyy osana Due Diligence -tarkastelua, onko varainhoitaja allekirjoittanut UNPRI-periaatteet? Due Diligence -tarkastelulla tarkoitetaan suunnitellun yrityskaupan osapuolen suorittamaa yrityskaupan kohteen tarkastusta. Tällä kartoitetaan ennakolta yrityskauppaan liittyviä riskejä ja vastuuta. Aina ei ole helppoa löytää varainhoitajia ja rahastoja, jotka samalla harjoittavat vastuullista sijoittamista. Kirkon Eläkerahasto ei edellytä, että varainhoitajille ja rahastoilla tulee olla kaikki vastuullisuusasiat kunnossa ennen yhteistyön alkua. Tahtoa ja innostusta asioiden kuntoon laittamiseen tulee sen sijaan löytyä. Kirkon Eläkerahasto auttaa ja tukee sekä tekee yhteistyötä varainhoitajiensa kanssa vastuullisen sijoittamisen tavoitteiden saavuttamisessa. Tämä muutos ei todellakaan onnistu kuukaudessa, eikä ehkä vuodessakaan, mutta vuosien aikana kylläkin. Kirkon Eläkerahasto hoitaa sijoituksiaan pääasiassa suomalaisten varainhoitajien ja varainhoitotalojen kautta. Tätä kautta Eläkerahastolla on käytettävissä varainhoitajan omat tuotteet ja nämä varainhoitotalot välittävät omien kansainvälisten yhteistyökumppaniensa tuotteita. Tätä kautta Kirkon Eläkerahasto pystyy olemaan kansainvälisten varainhoitajien asiakkaita. Kirkon Eläkerahastolla on toki mahdollisuus olla myös suoraan ulkomaalaisen tahon asiakas. Suomalaisien varainhoitajien hyödyntäminen tehostaa Eläkerahaston rahastonvalintaprosessia. Varainhoitaja suorittaa ensimmäisen seulonnan sijoituskohteiden osalta. Kirkon Eläkerahaston koko oli 2013–2014 vuodenvaihteessa 1,1 miljardia euroa. Työntekijöitä heillä on neljä: sijoitusjohtaja, kaksi salkunhoitajaa, osakesalkku- ja korkosalkku- sekä kiinteistösijoituksista vastaava henkilö. Kiinteistösijoituksissa Kirkon Eläkerahasto on mukana yhdeksässä kiinteistössä pääkaupunkiseudulla yhteisomistajana sekä lisäksi kiinteistörahastoissa. Jos sijoituskohteen havaitaan sisältävän vastuullisuusongelman, yrittään ensisijaisesti asiaan vaikuttaa varainhoitajan kautta. Vasta jos vaikutusprosessilla ei saada tulosta eikä sijoituskohde reagoi yhteydenottoihin, luovutaan kyseisestä omistuksesta. Rahastojen osalta Kirkon Eläkerahasto on omistaja omistajien joukossa, jolloin pelkästään heidän kantansa ei vaikuta vaan päätöksen em. toimenpiteistä päättää rahastonhoitaja itsenäisesti. Jos muutosta rahaston toiminnassa ei tapahdu, on Kirkon Eläkerahasto joutunut luopumaan kokonaisuudesta rahastosta. Suorissa salkuissa on lähtökohtai-

sesti sellainen asetelma, että Kirkon Eläkerahastolla ja salkunhoitajalla on tiivis kontakti. Vastuullisuusmielessä omat salkut ovat proaktiivisia. Kirkon Keskusrahastossa on tietoisesti henkilöiden tehtävänkuviiin rakennettu niin, että jokaisella on vastuu omalla toimialueellaan kehittää vastuullisia sijoituskäytänteitä. Heillä on nykyään joka toisessa kokouksessa joku vastuullisuusteema. Kirkon Keskusrahaston johtokunnalla on myös tehtävänä kehittää vastuullista sijoitustoimintaa. Kirkon Eläkerahaston toiminnassa korostuu vastuullisen varainhoitajan valinta eikä niinkään yritysanalyysi. Haastateltavan mukaan rahastosijoittaminen on vastuullisuusnäkökulmasta hankalin mahdollinen tapa harjoittaa vastuullista sijoittamista. Kirkon Eläkerahasto käyttää sijoitusrahastoja sen takia, että niitä on helppo hallinnoida. Suorissa osakemandaateissa on poissulkeminen helpompaa ja se on mahdollista. Taustalla täytyy kuitenkin olla sijoitusanalyysi. Hyvän varainhoitajan ja sijoitusfilosofian valinta on Kirkon Eläkerahastolle tärkein asia vastuullista sijoittamista silmällä pitäen. (haastattelu Kirkon Keskusrahasto)

Etera on hyvin pitkälti pyrkinyt integroimaan vastuullisen sijoittamisen osaksi sijoitusprosessia. Taustalla vaikuttaa se, että Eteralla on pienemmät resurssit kuin isommilla yhtiöillä. Etera näkee, että vastuullisuuden on parempi olla jokaisen salkunhoitajan vastuulla verrattuna siihen, että yksi tietty henkilö vastaisi pelkästään vastuullisuusasioista. Vastuu täytyy olla ehdottomasti niillä ihmisillä, jotka myös tekevät sijoituspäätöksiä. Kaikki lähtee tästä vastuun jakamisesta ja antamisesta sijoituspäätöksiä tekeville salkunhoitajille. Käytännössä tämä näkyy siten, että sijoituskohteita valittaessa salkunhoitajan tulee ottaa huomioon myös vastuullisuusasiat. Vastuullinen sijoittaminen näkyy myös sijoitustutkimuksessa. Ulkoisesti näkyviä seikkoja on se, että Eteran salkut käydään läpi kaksi kertaa vuodessa ja tarkastetaan niiden sisältö. Tämän lisäksi Eterassa on työn alla sisäinen vastuullisen sijoittamisen prosessiin liittyvä dokumentti, jossa käydään läpi toimintamallit, kuinka toimitaan havaittaessa jossakin sijoituskohteessa olevan vastuullisuusmielessä korjattavaa. Eterassa ei ole olemassa automaattisia sääntöjä sen suhteen, että ongelmalliseksi havaitusta sijoituskohteesta tulisi automaattisesti luopua. Eterassa koetaan, ettei omistuksesta luopuminen ole paras tapa vaikuttaa vastuullisuuteen liittyvissä ongelmatilanteissa. Ensiksi tulee tarkastella, minkä tyyppinen rikkomus on. Lisäksi tarkastellaan, onko se yrityksen toimialalle kuinka tyyppillinen. Myös se vaikuttaa, voiko yrityksen kanssa keskustella rikkomuksesta ja vaikuttaa asiaan. Parempi on, jos yrityksen toimintaan voi vaikuttaa. Vaikuttamismahdollisuudet riippuvat osin siitä, kuinka merkittävänä omistajana sijoittaja on yrityksessä. Esim. suomalaisten yritysten kanssa, joissa Eteralla on merkittäviä omistuksia, on hyvinkin suorat ja helpot yhteydet keskustella. Syy siihen, miksi Etera ei juurikaan käytä puheoikeuttaan omistamiensa yhtiöiden yhtiökokouksissa, on se, että Eteralle on paljon helpompi muuta kautta keskustella rikkomuksen tehneen yhtiön kanssa luottamuksellisesti. Eterassa on ollut kaksi henkilöä, jotka ovat perehtyneet asiaan enemmän. He ovat käyneet FINSIF:n tapahtumissa ja vastaavissa tapahtumissa sekä jakavat tietoa. Eteran sisällä he ovat myös

perehtyneet erilaisiin järjestelmiin ja lisäksi he vastaavat vastuullisen sijoittamisen periaatteiden päivittämisestä. He toimivat myös yhteyshenkilöinä vastuullisuuskonsultti GES:n suuntaan. Heillä on yhdessä sitten ollut salkunhoitajien kanssa koulutuksia mm. GES:n tietokannan käytöstä. Koulutuksissa on käyty myös läpi sitä, kuinka toimitaan jos vastuullisuusläpikäynnissä löytyy epäilyttäviä yrityksiä ja kuinka vastuullisuusraportteja tulisi lukea. Tätä kautta he toimivat myös GES:n kanssa sparraajina. Vaikuttamisprosessit eivät tällä hetkellä ulotu ulkomaalaisiin yrityksiin johtuen siitä, että ulkomaalaisissa osakeomistuksissa Etera on hyvin pieni omistaja. Tätä kautta Eteralla ei ole kovinkaan paljon vaikutusvaltaa ulkomaalaisiin yrityksiin. Suomessa on tilanne erilainen, jolloin Etera voi olla suoraan yhteydessä yritykseen vierailujen tai puhelimen avulla. Johtuen tästä asetelmasta ulkomaalaisten omistusten osalta seurataan ongelman ilmestyessä hetki, mihin tilanne kehittyy. Toinen vaihtoehto on sitten omistuksesta luopuminen. Etera ei sijoita aivan alkuvaiheessa oleviin yrityksiin, koska ne ovat liian riskialttiita, joka ei taas täytä eläkeyhtiöiden harjoittaman tuottavan ja turvaavan sijoittamisen määritelmää. Pienemmät yritykset, johon Etera sijoittaa, ovat toimintansa vakautaneita yrityksiä, joista nähdään yrityksen tuottavan ja liikeidean toimivan. Tällöin Etera voi toimia mm. kasvunrahoittajana. Näissä yrityksissä vaikuttamisprosessi on aktiivisempaa. Eteran puolesta salkunhoitaja tai yritysrahoitusjohtaja voi olla yrityksen hallituksen jäsenenä tai joissain tapauksissa tarkkailujäsenenä, jos Etera ei halua oman edustajan toimivan hallituksessa päättävänä jäsenenä. Eteralla on lisäksi muutenkin aktiivinen rooli ja vaikutus yrityksen toimintaan. Etera kokee suurimman vastuullisuutensa olevan vastuu asiakkailleen. Tuottava ja turvaava sijoitustoiminta on osa tätä. Tässä mielessä vastuullisuusasioihin kiinnitetään huomioita enemmän pienten yhtiöiden osalta, joilla voi olla ongelmia etenkin corporate governance –asioissa. Jos perheyhtiö on kehittynyt esimerkiksi kasvun myötä isommaksi muuttamatta prosessejaan vastaamaan uutta tilannetta, on Etera näissä tapauksissa joutunut usein olemaan mukana kehittämässä prosesseja paremmiksi. Listaamattomien yhtiöiden osalta tehdään em. seikkojen vuoksi hyvin huolellinen Due Diligence –tarkastus. Siinä selvitetään mm. johdon osalta taustat. Lisäksi tehdään tarkastus mm. verojen osalta, miten ne on maksettu jne. Niissä yrityksissä, joissa Etera on suurempana omistajana, toimii se sparraajan roolissa. Jos Eteralla on merkittävä rooli yrityksessä, on sillä oma intressi vaikuttaa yrityksen toimintaan hyödyntäen vaikutusvaltaa, jota sillä on. Tavoite on parantaa yritystä ja sitä kautta sijoitusta. (haastattelu Etera)

#### **4.3.3    *Keinot harjoittaa vastuullista sijoitustoimintaa***

Varmalla on tiettyjä aloja ja yhtiöitä, joihin se ei sijoita. Nämä ovat erikseen määritelty Varman vastuullisen sijoittamisen periaatteissa. Varma harrastaa myös normiperusteista



seulontaa, joka on luonteeltaan negatiivista. Varmalla on ulkopuolinen palveluntarjoaja (GES) joka käy Varman suorat osakesalkut, osakerahastot sekä yritysbondit pari kertaa vuodessa läpi. Tämän tarkastuksen avulla selvitetään, onko Varmalla sijoituskohteina yhtiöitä, jotka ovat rikkoneet kansainvälisiä normeja ja konventioita vastaan. Käytännössä siis tarkistetaan, ettei sijoituskohteena oleva yritys ole loukannut esim. Global Compactia, ihmisoikeuksia, OECD:n sopimuksia, ILO:n ja YK:n sopimuksia, kuten työelämän konventiota. Sijoitussalkku tarkistetaan sen vuoksi, että havaitaan onko siellä em. sopimuksia rikkoneita yrityksiä. Mikäli Varman sijoitussalkusta löytyy joku sopimuksia rikkonut yritys, on seuraava vaihe tutkia, kuinka pitkäaikainen ja pysyväluonteinen rikkomus on ollut. Tältä pohjalta alkaa tarkastelu siitä, pitäisikö kyseisen yrityksen kanssa aloittaa keskustelu vastuullisuusasioista. Kyseisen rikkomuksen tehneen yrityksen kanssa keskustellaan, mikäli tämä rikkomus on ratkaistavissa. Tätä toimintaa voidaan kutsua positiiviseksi arvottamiseksi. Mikäli pitempiaikaisen vaikuttamisprosessin jälkeenkään ei sijoituskohteena olevassa yrityksessä tapahdu haluttuja muutoksia, myydään tällainen sopimuksia rikkova yritys pois sijoitussalkusta. Kaikkien yritysten kohdalla ongelmat eivät ole ratkaistavissa, joten tällöin ainoaksi keinoksi jää kyseisen yrityksen omistuksen poismyynti. Normiperusteinen seulonta on tavallaan eettisen ja vastuullisen sijoittamisen välissä. Normiperusteisella seulonnalla on aikaa vievän luonteensa vuoksi työllistävä vaikutus. Vastuullisuutta sijoitusprosessissa on Varman mukaan se, että siinä ajatellaan ympäristöön, yhteiskuntaan ja corporate governanceen eli hyvää hallintotapaa liittyviä seikkoja. Tämä vaihe on haastavin osa sijoitustoiminnan vastuullisuusarvioinnissa. Tällä hetkellä positiivinen arvottaminen on Varmassa negatiivista arvottamista suuremmassa roolissa. Vastuullisuusteema otetaan huomioon myös rahastosijoituksissa siten, että rahastoyhtiöitä vertaillaan ja sitä kautta valitaan niitä rahastoja, jotka ottavat vastuullisuusasiat huomioon. Rahastot, jotka eivät vastaa kyselyihin vastuullisuuden toteutumisesta, jäävät kokonaan sijoituskohteiden ulkopuolelle. Suurin osa sijoituksista suorassa osakesalkussa on Euroopassa, jossa on lähtökohtaisesti vastuullisuusasiat huomioitu lainsäädännössä. Vuosittain vastuullisuuden kannalta epäilyttäviä yrityksiä on maksimissaan pari, jotka ovat vuosittain samoja. Tutkittaessa Varman sijoitustoiminnan kehitystä on vastuullisuus aiemmin huomioitu negatiivisen arvottamisen kautta ja nykyään enemmän positiivisen kautta. Tästä huolimatta Varmalla on tiettyjä aloja ja yrityksiä, jotka ovat kategorisesti poissuljettuja sijoituskohteista. Julkisesti yksittäisten yritysten osalta Varma ei kommentoi yritysten vastuullisuutta. Sen sijaan tietyt vältettävät alat on kerrottu. (haastattelu Varma)

Varmassa sijoituspäätökset ja sijoitusprosessi vastuullisuusnäkökulmasta perustuvat pitkälti siihen, miten kukin yhtiö suoriutuu omalla toimialallaan ja millä tavalla yritys muuten toimii. Tästä edellä mainitusta arvioinnista tulee jättää huomioimatta normiperusteinen seulonta, joka ei suoranaisesti liity tähän arviointiin. Varma vertailee saman toimialan yrityksiä ja selvittää tätä kautta sen, kuka suoriutuu kilpailijoihinsa nähden

paremmin kyseisellä toimialalla. Esimerkiksi kaivostoiminnassa toimivat yritykset ovat vastuullisuusnäkökulmasta hyvin erilaisia. Isolla Rio Tinto kaivosyhtiöllä on ongelmia 50-vuoden toimiluvan saaneellaan Indonesian kaivoksellaan ja vastaavasti Anglo American kaivosyhtiöllä vastaavia ongelmia ei ole ollut. Toimi-alalta voidaan siis löytää hyvin asiansa hoitaneita yhtiöitä, vaikka jollakin toimialalla yleisesti olisikin huonompi maine vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna. Tämän arvioinnin tehdäkseen tulee sijoittajan tuntee yhtiöitä varsin hyvin. Arvioiden ja vertailun kannalta hankalaa on se, että ei ole saatavilla kovinkaan helposti tai laisinkaan standardoitua tietoa. Varma kokee yhteiskuntavastuuraportit pitkälti markkinoinniksi, joten tästä syystä standardoitua tietoa on hankalaa saada. Esimerkiksi Suomesta sijoittaessa Brasiliassa toimivaan yritykseen havaitaan, että on todella hankalaa valita yrityksiä sijoituskohteeksi vastuullisuusnäkökulmasta tai tietää kahden yrityksen välillä, kumpi on vastuullisuusmielessä parempi. Tämä johtuu siitä, että sijoittajan on hankala saada relevanttia vastuullisuus informaatiota sijoituskohteista. Tilinpäätös on aina samanlainen yrityksestä riippumatta, joten päätöksenteko sen perusteella on helpompaa. Tästä syystä vastuullisuuspäätöksiä varten tulee tuntee yrityksiä ja niihin liittyviä yksityiskohtia. Näitä ovat mm. kuinka yritys toimii, miten se ottaa huomioon työntekijät ja osaako se kannustaa työntekijöitä. Lisäksi tulee tietää, miten yritys kohtelee lähiympäristöä, esim. ottaako iso tehdas lähiympäristön asukkaat huomioon ja kuunteleeko se heitä. Tässä on aika paljonkin eroja eri toimialojen välillä. Tästä syystä on vaikeaa määritellä selkeää yhtä tapaa, jolla yrityksiä valitaan vastuullisuusmiehestä. Tiivistäen sen voi Varman mukaan sanoa koostuvan em. seikoista. Varman omien sijoitusten vastuullisuustarkastelu on enemmän jälkikäteistä konventioihin perustuvaa tarkastusta eli valittuja sijoituskohteita tarkastellaan ja arvioidaan niiden toiminnan perusteella. Tiettyjä em. seikkoja katsotaan ennen sijoituspäätösten tekemistä. Kumpaakin puolta on mukana sijoituspäätöksissä ja se on joka kerta tapauskohtaista, mitkä seikat korostuvat. Varma ei sijoita lainkaan suoraan vastuullisen sijoittamisen rahastoihin eli SRI-rahastoihin, vaan Varma sijoittaa ns. normirahastoihin, jotka huomioivat toiminnassaan vastuullisuusseikat. Samalla katsotaan, mikä on rahastoa tarjoavan rahastoyhtiön politiikka vastuullisuuden suhteen. Eli onko siellä vastuullisen sijoittamisen periaatteita, kuinka vastuullisuusseikkoja huomioidaan sijoitusprosessissa ja kuinka nämä periaatteet muuten vaikuttavat yhtiöön. Rahastojen toimintaa verrataan tämän jälkeen Varman omaan tapaan toimia vastuullisena sijoittajana. (haastattelu Varma)

Ilmarisessa hyödynnetään normipohjaista tarkastelua, joka voidaan laskea ainakin osittain negatiivisen arvottamisen piiriin kuuluvaksi. Toisaalta normipohjaisessa tarkastelussa on myös positiivisia piirteitä, koska siinä hylätään kaikkein räikeimmät tapaukset. Haastateltu vastuullisen sijoittamisen asiantuntija ei pidä Ilmarisen tapauksessa normipohjaista tarkastelua kuuluvan oikein kumpaankaan em. arvottamistavoista. Ainoa sektori, joka on kategorisesti poissuljettu ja jota ei mainita Ilmarisen omistajapolitiikassa

sa, on maamiinujen valmistus. Tämä johtuu siitä, että Suomi on ratifioinut Ottawan – sopimuksen, joka kieltää maamiinat. Periaatteessa myös ydinaseet on sijoituskohteena poissuljettu siten, ettei Ilmarinen sijoittajana suhtaudu erityisen positiivisesti ydinasevalmistajiin. Tupakka-, alkoholi- jne. toimialojen suhteen ei ole tehty alakohtaista poissulkeusta. Tästä huolimatta Ilmarinen ei ole täyttänyt salkkuun näillä yhtiöillä. Johtuen 900 000 asiakkaasta on rajanvetäminen poissuljettujen toimialojen suhteen hankala tehdä. Ilmarinen esittää kysymyksen: Kenen näkemystä tällöin tulisi kuunnella? Esim. pitäisikö HKScan sulkea sijoituskohteena, koska heillä on sianlihan jalostusta?? Pitääkö sulkea salkun ulkopuolella lääketehaat, jotka valmistavat e-pillereitä?? Nämä voivat loukata esim. muslimien tai katolilaisten kristittyjen vakaumusta. Johtuen hankaluudesta tehdä tämänkaltaisia rajauksia on Ilmarisessa päätetty, että minimiraja ja vähimmäisraja sijoituskohteelle on edellä mainittu kansallinen lainsäädäntö sekä kansainväliset normit ja -lainsäädäntö. Kansainvälisen lainsäädännön osalta Ilmarista sitovat Suomen ratifioimat kansainväliset sopimukset ja velvoitteet. Esim. rypäleaset on Ruotsissa kielletty, muttei Suomessa, joten Ilmarinen ei ole ottanut rypäleasetta poissulkeväksi tekijäksi sijoituskohteena. Tästä huolimatta Ilmarisella ei ole salkussaan yhtään yritystä tällä hetkellä, joka valmistaisi rypäleasetta tai -pommeja. Ilmarisella on omistajapolitiikassaan vähimmäisvaatimuksena sijoituskohteelle se, että kansallinen lainsäädäntö ja kansainväliset normit täyttyvät kyseisen yrityksen kohdalla. Itse sijoituskohteista korkosijoitukset ovat tulleet vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna jälkijunassa osakesijoituksiin verrattuna. Yleisesti on tapana nähdä, että vastuullinen sijoittaminen koskisi vain ja ainoastaan osakesijoittamista. Ilmarinen ja haastateltava kummastelevat tätä asennetta, koska yhtälailla vastuullisuus liittyy korkosijoituksiin. Useasti ei ajatella, että osakesijoittamisessa sijoittaja harvemmin antaa rahaa yritykseen suoraan. Osakkeet ostetaan yleensä pörssistä, jolloin yhtiö itsessään ei siitä enää saa mitään, jollei ole kyseessä uuden yhtiön listautumisanti tai sitten merkintäanti. Suurin osa osakekaupasta käydään kuitenkin olemassa olevilla osakkeilla ja osakekannalla. Näissä tapauksissa sijoittaja ei rahoita yrityksen toimintaa. Korkopuolella taas eurooppalainen korkomarkkina toimii hyvin pitkälti niin, että sijoittaja itse asiassa ostaa uusemissioista. Jälkimarkkina on paljon kapeampi kuin uusemissiomarkkina, jolloin Ilmarisen kaltainen sijoittaja faktisesti rahoittaa korkosijoitukseen liittyvän yrityksen toimintaa sillä, kun se ostaa uusemissiosta bondin. Ilmarinen kokee, että korkosijoituksilla on kyky vaikuttaa varsinkin laskusuhdanteiden aikana. Kun markkinoilla ja taloudessa menee hyvin, on markkinoilta rahoitusta helposti saatavilla, eikä silloin korkosijoittaja ole yhtä suuressa arvossa. Esim. vuosina 2008 ja 2009, kun markkinoilta ei saanutkaan rahaa helposti, oli korkosijoittajilla isompi merkitys ja painoarvo. (haastattelu Ilmarinen)

Elon on harjoittanut niin negatiivista kuin positiivista arvottamista sijoitustoiminnassaan. Elon edeltäjästä Eläke-Tapiolalla ei ole ollut mitään poissulkevia sijoituskohteita. Nykyisellä Elollakin on tiettyjä periaarteita kohteista, joihin ei sijoiteta. Positiivista ar-

vottamisesta sijoitustoiminnassa on vaikuttaminen sijoituskohteissa. Käytännössä on myös tiettyjä aloja, joihin ei sijoiteta. Elo ei kuitenkaan voi esim. kieltää tupakkafirmaa tulemasta heidän asiakkaakseen. Tämä on osaltaan syynä siihen, ettei Elo voi julistaa julkisesti tiettyjen toimialojen yritysten olevan epäsovivia Elolle sijoituskohteiksi. Sijoitusten ulkopuolelle jäävät kohteet on helpompi määritellä aloittain, joita ovat ase-, tupakka ja alkoholiteollisuus sekä tulevaisuudessa myös sokeriteollisuus. Poissulkeminen tapahtuu toisella tapaan niin, ettei Elo ota turhaa tulosmenetyksen riskiä esim. siinä, että tulisi isoja joukkokanteita tupakkayritystä vastaan. Monen vuoden oikeusprosessit voivat näissä tapauksissa syödä merkittävän osan tulevien vuosien yrityksen tulospuskusta. Elo hakee sijoituksilta koko ajan arvonnousua tulospuskun myötä. Tämän vuoksi se ei halua ottaa turhaa riskiä. Tämä koskee kriittisiä toimialoja, joista toisilla toimijoilla on poissulkevia listoja. Monialayritysten osalta, joilla on esim. ase- ja sairaalatarviketuotantoa, voidaan miettiä löytyisikö maailmalta joku muu sijoituskohde. Sijoituskohteita on niin monia, ettei ole ehkä sen vuoksi järkevää sijoittaa vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna ongelmalliseen kohteeseen. Kompleksisen yrityksen kohdalla Elo harkitsisi, ettei sijoitusta siihen tehdä. (haastattelu Elo)

Elo lähtee siitä, että yritykset pitää saada jollakin tavalla vastuullisuusasioissa vertailukelpoiseksi numeroluokituksella tai vastaavalla tavalla. Pelkät sanalliset vastaukset vastuullisuusasioista ovat hankalasti vertailtavista eri yritysten välillä. Elon omassa prosessissa kysyttiin vastuullisuusasioista aiemmin sijoituskohteilta laajemman kysymyspatteriston - 3-5 patteristoa - avulla. Sijoituskohteena olevat yritykset totesivat heillä olevan rajallisesti aikaa täyttää kyseisen kaltaisia kyselyitä. Elo kehitti lomaketta A4-kokoiseksi. Tässä vaiheessa alettiin pohtia, antaako tällainen kysely Elolle enää mitään sijoituspäätöksiä varten. Osa yrityksistä jätti vastaamatta kyselyihin. Onko yritys kuitenkaan vastuuton tällä perusteella? Alkuperäinen tarkoitus oli, että Elolla olisi tätä kautta dokumentti, jota voitaisiin epäselvissä tilanteissa käyttää hyödyksi siten, että sen avulla olisi voitu vertailla yrityksen toimintaa ja sitä kuinka he kertovat toimivansa. Toisaalta on hyvä miettiä, kuinka paljon on järkevää kyseenalaistaa yritysten itse tuottamaa vastuullisuusmateriaalia varsinkin, jos ne ovat tilintarkastajan jne. tarkastamia. Tämä vastuullisuuden arviointi Elossa lähtee ns. neutraalitason vastuullisuudesta. Isoille yrityksille on olemassa osakeindeksejä, kuten esim. Dow Jones Sustainability Group Indexes ja FTSE Group:n FTSE4Good. Kyseisille listoille ei pääse, ellei yritys täytä laajoja kriteerejä ja samalla edellytetään tietyntäsoisia mittaristoja. Elo lähtee siitä, että indeksiin kuuluva yritys on lähtökohtaisesti vastuullinen. Elossa kuitenkin huomioidaan se, että yritysten tulee maksaa kyseiseen indeksiin liittyvän selvityksen tekemisestä. Tästä syystä se ei ole täysin pyyteetöntä. Elolla on tämän yläpuolella olevia vastuullisen sijoittamisen kriteerejä ja tämän alapuolella olevia kriteerejä. Elo tutkii yritysten vastuullisuusraportointia vuosikertomuksesta ja arvostaa sitä, että yritys tekee enemmän kuin mitä heiltä vaaditaan. Elon omassa arvottamisessa annetaan pisteitä eri osa-

alueista, joita tarkastelusta yrityksestä löytyy. Tämän arviointoasteikon keskitason vastuullisuudesta saa neljä pistettä. Jos yritys tekee vähän enemmän kuin vähimmäisvaatimukset eli yleensä laki vaatii, niin kyseinen yritys saa viisi pistettä. Jos yrityksen vuosikertomuksesta tai vastuullisuusraportista selviää, että johdon palkitsemisjärjestelmiin on sisällytetty vastuullisuus yhtenä palkitsemisperusteena, niin tällainen yritys saa korkeimman arvioinnin. Pienien yritysten osalta, jotka eivät kokonsa kautta kuulu indekseihin, Elossa tutkitaan vuosikertomusta ja tarkistetaan, että yritykseltä löytyy oma vastuullisuussektorinsa ja se on toteutettu laajemmin, kuin vain toteamalla, että yritys on vastuullinen. Jos nämä ehdot täyttyvät, saa edellisessä arvioinnissa yritys kolmosen. Kakkosluokitus on puolestaan sellainen, ettei vuosikertomuksissa lue mitään vastuullisuudesta, mutta tavatessa yrityksen edustajia, esim. toimitusjohtajaa, havaitaan raportoinnin olevan yrityksessä resurssisyistä suppeampaa kuin käytännön toiminta vastuullisuuden parissa todellisuudessa on. Taso 0 sen sijaan tarkoittaa sitä, että yrityksellä ei ole mitään vastuullisuusnäkökulmaa ja asiaa pidetään vähäpätöisenä. Jos yritys ei pärjää tässä em. arvioinnissa, mutta olisi muuten potentiaalinen sijoituskohde Elolle, otetaan tällainen yritys tarkemman tarkastelun piiriin. Yritys pyydetään keskusteluun, jossa kysymysten avulla selvitetään yrityksen vastuullisuustilannetta. Yritykselle annetaan mahdollisuus esittää keinoja parantaa toimintaansa vastuulliseksi. Samalla tuodaan yritykselle esiin mahdollisia hyötyjä, jos he parantavat vastuullisuusasioita. Historiassa on vain ollut yksi yritys, joka olisi arvioinnin jälkeen päätnyt 0 pisteeseen. Haastateltu Elon vastuullisuusasiantuntija ei muista, miten kyseisessä tapauksessa lopulta kävi ja sijoitettiin yritys. Nämä heikosti arvioinnissa pärjäävät yritykset ovat yleensä suhteellisen pieniä. Elo yhdistää vastuullisuusarvioinnin ilmastomuutoskysymyksiin omassa arvioinnissaan. Ilmastokysymyksissäkin löytyy eri luokkia yrityksille. Jos asiaa miettii ilmastomuutoksen kannalta, niin pörssistä löytyy 18 toimialaa. Elo ei sulje mitään toimialaa ilmastomuutosnäkökulmasta. Tämä siksi, että jokaiselta toimialalta löytyy aina voittajansa. Esim. lentokoneteollisuudesta voi etsiä yrityksen, joka tekee ympäristölle kaikkein vähiten pahaa. Tämä yritys saa kilpailijoihinsa nähden kilpailuetua siitä, ettei se saastuta tai kuluta niin paljon. Tästä tulee yritykselle heti tulosaikutusta. Tätä voidaan kutsua best in class –arvioinniksi. Sijoituksellisesti arvioidaan siis voidaanko siitä hyötyä, että yritys on omalla toimialallaan vastuullisempi kuin kilpailijat. Mittareiden tarkoitus on tehdä eri toimialojen, kuten esimerkiksi Kesko tai Finnair, yritykset keskenään vertailukelpoisiksi vastuullisuusnäkökulmasta. Tätä kautta Elolla on mahdollisuus sijoittaa molempiin em. esimerkkiyrityksiin. Arvioinnin on tarkoitus ottaa huomioon eri seikat yrityksen vastuullisuudessa. (haastattelu Elo)

Sijoituskohteina Elo kiinnostaa erityisesti pienet Suomessa toimivat yritykset, joilla on erityisosaamista esim. energiatehokkuudessa ja raaka-aineiden tehokkaassa käytössä. Nämä yritykset kiinnostavat Eloa sijoituskohteina siksi, että Elossa koetaan tällaisten yritysten pitkällä tähtäimelle selviävän. Vastuullinen sijoittaminen ei siis ole vaan sitä,

että sijoitetaan tuulivoimaan, koska se ei saastuta mutta on kannattamatonta. Näitä eri laskelmia yhdistelemällä Elo saa erilaisia matriiseja omia sijoituspäätöksiään varten. Elo tekee omista salkuistaan ”kakkuja”, joista ilmenee salkun toimialajakauma. Tavoitteena ei ole hajautusmielellä hakea välttämättä yrityksiä jokaisesta toimialaluokasta. Tärkein ohjaava tekijä sijoituskohteen valinnassa on alan syklin tilanne ja sitä kautta osakkeen hinta kullakin toimialalla ja kullakin yhtiöllä. Sijoituskohte haetaan aina tuot-topotentiaalinäkökulmalla, mutta sijoituskohteen on täytettävä muut em. vastuullisuus-aspektit. Toisin päin sijoitusprosessiin ei edetä. Sijoituksista vastaavat salkunhoitajat tutkivat yhtiöiden tunnuslukuja. Potentiaalisen yhtiön löytyessä aletaan tutkia tarkemmin, onko kyseisen yhtiön hankkiminen tällä hetkellä järkevää hintanäkökulmasta katsottuna. Samassa yhteydessä tulee tehdä vastuullisuusanalyysi, ettei sijoituskohteesta jälkikäteen paljastu mitään ikäviä yllätyksiä. Em. prosessin vaiheet tekee jokainen salkunhoitaja itsenäisesti ja vastaa kyseisestä sijoituksesta sekä mahdollisista kysymyksistä koskien sitä. (haastattelu Elo)

Pörssin osakesijoituksissa Elon kaltaisella institutionaalisella sijoittajalla on yleensä pieni n. prosentin omistusosuus. Tätä kautta Elo on yksittäisessä yrityksessä aika pieni sijoittaja. Vaikutusmahdollisuudet ovat tällöin vuosikokouksissa. Jos Elo on vähän suurempi omistaja yrityksessä, niin heihin ollaan etukäteen yhteydessä voiko esim. hallituksen jäsenille maksaa millaisia palkkioita, optio-ohjelmia ym. Tätä kautta Elo voi vaikuttaa, millaisia esityksiä yhtiökokoukseen viedään. Elo on mukana tällöin etukäteen nimitys- ja palkitsemisneuvottelukunnissa, jossa suurimmat omistajat keskustelevat em. asioista etukäteen. Elo pyrkii tässä kohdin vaikuttamaan vastuullisuusasioihin. Palkitsemisasioidissa Elo käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita, joilla on tietoa siitä, mitä pörssi-yhtiöiden hallituksissa yleensä saadaan palkkioksi. Elo vain ilmoittaa onko esitys heidän mielestään hyväksyttävissä. Jos ei, niin sekin ilmoitetaan. Yhtiökokous käsittelee asiat ja hyväksyy omistajien enemmistön päätöksen. Elo osallistuu jokaisen yhtiön vuosikokoukseen, joka löytyy heidän salkustaan, suoraan tai epäsuorasti. Elo pyrkii vaikuttamaan ja sopimaan asioista etukäteen ja ennen yhtiökokousta. Elo ei näe itseisarvoa puuttua epäkohtiin pörssi-yhtiön yhtiökokouksessa julkisella esiintymisellä. (haastattelu Elo)

ESG-asioista S eli henkilöstö on se hankalin osa arvioida pörssi-yhtiössä. Elolla on hankala todentaa, pitääkö raportoitu paikkansa esim. tasa-arvoisesta palkkauksesta sukupuolien välillä ja muusta kohtelusta esim. eri rotujen välillä. Keskustellessa pörssi-yhtiöiden toimitusjohtajien kanssa vastuullisuus ei ole tärkein ja painavin asia, vaikka tätä jokaiselta yhtiöltä edellytetäänkin. Joka kerta se käydään tästä syystä läpi keskusteluissa. Keskusteluissa käy kuitenkin jo nopeasti ilmi, mikä on toimitusjohtajan asenne vastuullisuusasioita kohtaan. Pääomasijoituksissa on suurempi mahdollisuus vaikuttaa, koska Elo on niissä suoraan rahaston kautta yrityksen omistajana. Elo vaikuttaa yhtiön hallituksessa rahaston kautta. Elo harjoittaa pääomasijoituksia globaalisti. Heillä on

suomalaisia, eurooppalaisia ja amerikkalaisia pääomarahastosijoituksia. Pääomasijoituskohhteissa rahastolla on useimmiten määräysvalta, joten haluamiaan muutoksia voi ajaa ilman soraääniä läpi. Pääomasijoituksiin liittyvillä yrityskaupoilla pystytään haastattavan mukaan luomaan uusia työpaikkoja Suomeen luomalla isompia kokonaisuuksia. Elo kokee pääomasijoitukset eri omaisuuslajeista vastuullisuusmielessä kaikista tehokkaimmaksi saavutettujen tulosten näkökulmasta eli ne ovat vastuullisuustehokkaimpia. (haastattelu Elo)

Kun Elo tekee pääomarahaston kanssa sopimuksen, toivoo ja edellyttää se rahaston kuuluvan myös UNPRI-periaatteiden allekirjoittaneisiin. Jos on kyseessä pieni toimija, ei kyseisiä UNPRI-periaatteiden allekirjoittamista vaadita huolimatta siitä, että se olisi suotavaa. Tämä siitä syystä, että em. periaatteiden täyttäminen voisi olla suuri resurssi-ponnistus yritykselle ja pois tuloksenteosta. Tämä kuitenkin edellyttää sitä, että yrityksessä on muuten vastuullisuusasiat kunnossa ja niitä arvostetaan. Elo kertoo pääomarahastoille, etteivät he ole kovin kiinnostuneita sijoittamaan aseellisuuteen, kasinoihin ja peliriippuvuutta aiheuttaviin toimialoihin. Pääomasijoituksista ei voi vetäytyä siinä tapauksessa, jos jokin yritys muodostuu vastuullisuusnäkökulmasta arveluttavaksi. Niissä tapauksissa vaikutetaan pääomasijoitusrahastoon, että he luopuisivat omistuksesta. Pääomasijoituksien kautta voi myös havainnoida eroja vastuullisuusasioissa Amerikassa ja Euroopassa. Amerikassa on viime aikoina herätty siihen, että prosesseja pitää tehostaa, joka samalla myös parantaa ympäristöä jne. Esimerkiksi säästö sähkön, raaka-aineiden sekä veden ym. resurssien käytössä on kaikki positiivista myös yrityksen tulospäätöskulmasta. Näitä ei ole aiemmin laskettu ja ajateltu sen olevan vastuullisuutta. Korkosijoitusten ja osakesijoitusten kohdalla vaikuttamismahdollisuudet koetaan samansuuruisiksi. (haastattelu Elo)

Kiinteistöpuolella Elo hyödyntää muita standardeja. Kiinteistöt eivät ole noteerattuja yhtiöitä, joten siellä on tärkeämpää arvioida standardeja (esim. ISO-standardi) ja sertifikaatteja (LEED-sertifikaatit). Esim. metsäteollisuuden sertifikaatit ovat osana yritysten arviointia. Metsäteollisuus hankkii sertifikaatteja saadakseen myytyä tuotteita niitä edellyttävillä asiakkaille. Näistä sertifikaateista yritykset joutuvat erikseen maksamaan ja täyttämään sertifikaatin kriteerit. Elo kokee, että niitä voidaan hyödyntää heidän omassa arvioinnissaan, koska sertifikaatti osoittaa sen saaneen yrityksen hoitavan vastuullisuusasioita ainakin jollakin perustasolla hyvin. Elo tarkentaa, että on väärin sanoa, etteivät he käyttäisi ollenkaan ulkopuolisia tahojia. He yrittävät ensisijaisesti tehdä asiat itse, koska näin hyöty oppimisesta tulee Elolle itselleen eikä joka vuosi valu rahaa ulos. Sertifikaatteja ja standardeja joutuu jonkin verran hyödyntämään, että ulkopuolisilla on mahdollisuus varmistua siitä, että Elo toimii oikein. Joitakin asioita on hyvä ostaa ulkopuolelta, koska ne ovat niin työläitä kuten em. hallitusten palkkiot ja optio-ohjelmat eli corporate governance -puoli. Esim. joltakin palveluntarjoajalta löytyy kaikkien pohjoismaisten yritysten johtajien palkat sekä optio-ohjelmat ja hallitusten jäsenten palkit-

semiset, joten olisi turhaa alkaa pienillä resursseilla itse keräämään vastaavaa informaatiota itsenäisesti. (haastattelu Elo)

Kirkon Keskusrahasto hyödyntää negatiivista puolta niin, että sillä on käytössä tiettyjen alojen poissulkeminen. Kirkon Eläkerahasto ei kuitenkaan itse tee yritysvalintaa, vaan sen tekee heidän valitsemansa varainhoitaja. Näillä varainhoitajilla on jokaisella omat prosessinsa. Eläkerahasto tutustuu rahaston sijoitusfilosofiaan ennen sijoituksen tekemistä rahastoon. Tätä kautta he saavat tietää, miten rahastonhoitaja huomio vastuullisuusasioita ja mitä menetelmiä rahastonhoitaja käyttää. Suorien osakemandaattien sopimuksissa määritellään, että varainhoitaja sitoutuu tekemään ESG-analyysiä. Lopulta kyseessä on varainhoitotalon lähestymistavasta asiaan. Esim. LähiTapiolalla on oma tapansa tehdä vastuullisuusarviointia. Kirkon Eläkerahastolla on ollut viisi poissuljettua toimialaa. Monialayritysten kohdalla on aina tapauskohtainen arviointi sen suhteen, sijoitetaanko niihin. Jokainen yritys, toimiala ja alatoimiala ovat erilaisia. Monialayritykset ovat vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna hankalimpia. Yritys voi toisaalta jollakin saralla edistää kestäväää kehitystä ja toisaalta samaa tuotteen osaa voidaan käyttää jossain muussa toimessa negatiivisesti. Kirkon Eläkerahasto harjoittaa tämän suhteen tapauskohtaista arviointia. Joskus yritys on luopunut vaikuttamisen kautta imagollisesti negatiivisesta liiketoiminnasta varsinkin, jos se on kokonaisuudessa marginaalisen pieni osa koko liiketoiminnasta. Kirkon Eläkerahasto käyttää ”Best in Class” –menetelmää, jonka haastateltu edustaja määrittelee seuraavasti. Ensinnäkin jokaiselle yrityksellä määritellään vastuullisuuspisteet esim. asteikolla 1-5. Ennen tätä vaihetta tehdään perusyritysläpikäynti, jossa kavennetaan mahdollisten sijoituskohteiden määrää esim. saatua parhaaseen yritykseen. Tämän päälle tehdään vielä em. vastuullisuusläpikäynti, jossa tiputetaan pois ne yritykset, joilla ei vastuullisuusasiat ole kunnossa. Tätä menetelmää käyttämällä ei suljeta pois yksittäisiä toimialoja. ESG-integrointi puolestaan voidaan määritellä seuraavasti: Jos tätä tehdään oikein, niin silloin se on osa sijoitusuniversumin rakentamista tai tiivistämistä alusta asti eikä ole päälle liimattu loppuvaiheen prosessi. Tätä kautta voidaan saada paremmin selville, kuinka vastuullisuus on sisällytetty liiketoimintaideaan ja strategiaan. Haastateltava kokee, ettei viime vaiheen reittaus ole paras tapa tehdä vastuullisuusanalyysiä. Kirkon vastuullisen sijoittamisen toimintakertomus avaa asiaa lisää. Vuonna 2013 Eläkerahasto arvioi sijoitussalkun ilmastovaiikutukset. Päästöt ja raportointi olivat Eläkerahaston suorissa osakesalkun yrityksissä paremmalla tolalla kuin indeksissä keskimäärin. Tämän lisäksi tehtiin ensimmäistä kertaa varainhoitajien ESG-kysely, josta olisi tarkoitus jatkossa tehdä vuosittainen aina loppuvuodesta toteutettava. Tämä on tapa seurata toimintaa varainhoitajien etukäteisarvioinnin lisäksi. Kyselyssä lähdetään siitä, miten varainhoitaja itse hoitaa vastuullisuusasiat esim., miten pidetään huolta omista työntekijöistä? Kirkon Eläkerahastolla on käytössä 18 eri yhteistyökumppania varainhoidossa. Toimijoissa on havaittavissa eroja koon mukaan, mikä heijastuu käytettävissä olevien resurssien kautta. Luokittelussa A –



kokoluokan yritykset ovat suurimpia pankkeja. B –kokoluokan yritykset ovat keskikokoisia varainhoitajia. C –kokoluokan yritykset ovat yhden tuotteen tai strategian pieniä varainhoitajia. Tätä kautta isommat toimijat saavat arvioitaessa enemmän pisteitä verrattuna pieniin toimijoihin, joka on ollut jo ennakkoon tiedossa. Kirkon Eläkerahaston mielestä myös pieni toimija voi olla vastuullinen, vaikkei sillä olekaan viittä eri läpikäyntiä tai yhteistyökumppania. Isoimmilla toimijoilla on isompi osuus, verrattuna pieniin varallisuuden hoitajiin, Kirkon Eläkerahaston sijoitusvarallisuudesta. Loppuen lopuksi salkunhoitajat tekevät ihmisinä ratkaisut. Jos salkunhoitajalla ei ole kiinnostusta, sitoutumista tai ei ole minkäänlaista omaa kuvaa asiasta, niin ei ison talon ostamat palvelut merkitse silloin yhtään mitään. Isolla toimijalla voi olla kymmenen hengen ESG-tiimi. Se ei kuitenkaan auta, jos salkunhoitaja istuu toisella puolella maapalloa, eikä pääse koskaan käsiksi siihen em. tiimin rakentamaan ESG-tietokantaan tai jos pääsee, ei käytä sitä tietoa. Kirkon Eläkerahasto pyrkii aina henkilökohtaisissa tapaamisissa salkunhoitajan kanssa selvittämään, mikä on salkunhoitajan henkilökohtainen tahtotila vastuullisuusmielessä. Eläkerahaston kokemuksen mukaan pienet omaisuudenhoitotalot ovat paljon joustavampia ja on helpompaa käydä keskustelua yksittäisistä yrityksistä sijoituskohteina, kun Kirkon Eläkerahasto on varainhoitotalolle vähän isompi asiakas. Tätä kautta nämä pienet omaisuudenhoitajat kuuntelevat herkemmin Eläkerahaston toiveita. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Etera puolestaan keskittyy positiivisen arvottamiseen mm. vaikuttamisen kautta. Eteran havaittua itse tai konsultin avulla sijoituskohteessa olevan ongelmaa voidaan olla yhteydessä salkunhoitajan toimesta itse esim. sijoittajasuhdevastaavalle ja selvittää lisää asiaa tai tehdä yhdessä muiden sijoittajien kanssa yhteisiä sijoittajakirjeitä ja vaikuttaa näin isomman sijoittajaryhmän kanssa. Tällä hetkellä ei ole tullut tällaista tapausta, jossa sijoittajat olisivat yhdessä hoitamassa epäkohtaa. Jos tällainen tulisi tulevaisuudessa, voisi olla eläkesijoittajien yhteinen keskustelu paikallaan. Näin vaikutusvalta olisi suurempi. Esim. Talvivaaran suhteen tämän tyyppisiä keskusteluja on haastateltavan mukaan järjestetty. Etera itse ei kuitenkaan ollut tuolloin Talvivaaran omistaja, joten heillä ei ole omakohtaista kokemusta tästä. Eterassa ei ole suoranaisesti määritelty toimialaoja tai yrityksiä, jotka olisivat poissuljettuja sijoituskohteita. Eteralla ei ole olemassa julkilausuttuja sääntöjä, että tietty toimiala tai yritys olisi poissuljettu sijoituskohteiden ulkopuolelle. Ei ole olemassa myöskään varsinaisia sisäisiä listoja poissuljetuista kohteista. He saavat konsulttiltaan viikoittain ns. ”Alerting newsletter” –viestin osakesalkunhoitajille sekä vastuullisen sijoittamisen henkilöille. Tässä viikkokatsauksessa on uudet havaitut tapaukset koskien vastuullisuusmielessä hälyttäviä yrityksiä. Näiden pohjalta ei muodosteta varsinaista mustaa listaa, vaikkakin nämä tapaukset kyllä arkistoidaan. Tällä tavoin voidaan tarkistaa, onko omissa omistuksissa mitään huolestuttavaa tai kun harkitaan uusia sijoituskohteita, voidaan tarkistaa löytyykö se tästä arkistosta. Tätä kautta uutiskirjeessä mainitut yritykset ovat tavallaan mustalla listalla, joka on juurikin enem-

män musta lista eikä niinkään kieltolista. Eterassa salkunhoitajan pitää pystyä hyvin perustelemaan sijoitusta yritykseen, joka on joutunut tälle mustalle listalle. Epäselvyydet vastuullisuusasioissa lisäävät riskiä sijoittaa tämänkaltaiseen yritykseen. Rajatessa yrityksiä pois tulee muistaa se seikka, että lähes jokainen yritys kuluttaa luonnonvaroja. Tästä syystä Etera lähtee enemmän positiivisen arvottamisen ja ”Best in Class” -arvottamisen kautta liikkeelle ja sijoittaa yritykseen, joka on hoitanut vastuullisuusasiansa paremmin kuin muut omalla toimialallaan. Tällaisessa yrityksessä luultavimmin muutkin asiat toimivat paremmin kuin kilpailijoilla. Etera on keskustelut oman vastuullisen sijoittamisen konsulttinsa kanssa siitä, pitäisikö Eteran sulkea kokonaan ulos sijoitukset joukkotuhoojaseita valmistaviin yrityksiin. Etera näkee tämän vaikeana, koska on hankala vetää rajaa sen suhteen, kuinka pienen osan toimittaja pitäisi rajata sijoitusten ulkopuolelle. Helppo on rajata joukkotuhoojaseen pääasiallinen valmistaja sijoituskohteiden ulkopuolelle. Sen sijaan, kuinka pitäisi toimia yrityksen suhteen joka toimittaa mutterin aseenvalmistajalle? Tällaisissa tapauksissa Eterassa voidaan sisäisesti keskustella, onko tämän ”mutterinvalmistajan” toiminta itsessään vastuutonta ja millä perusteella määritellään, mikä on vastuullinen sijoituskohte? Etera voi esim. sijoittaa öljy-yhtiöihin, vaikkeivät ne ole ympäristöystävällisiä. Ne ovat toistaiseksi välttämättömiä yhteiskunnan pyörittämiselle. Siksi niiden joukosta valitaan sellainen, jolla on vähemmän ongelmia vastuullisuus asioiden kanssa. Vastuullisuus asioista huolehtiminen lisää yrityksen arvoa (vrt. esim. BP ja putkien kunnon ylläpidon laiminlyönnin luoma öljyjonnettomuus). Vastuullinen sijoittaminen ja sen hyödyntäminen nähdään Eterassa myös riskienhallintana. Eterassa muita tapoja tehdä valintoja sijoituskohteiden välillä vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna on vastuullisuusarvioinnin tekeminen. Siinä Etera hyödyntää GES:iä jonkin verran etukäteen ja sijoituksen aikana vastuullisuusskannauksessa. Lisäksi pienissä yrityksissä tehdään konsulttien avulla yritysanalyysiä. Yrityksen omaa informaatiota hyödynnetään varsinkin pörssilistattujen yritysten osalta. Lisäksi uutisia seurataan, vaikkei toki sen perusteella tehdä sijoituspäätöksiä. Seurataan, mitä asioita media nostaa esiin. Lisäksi havainnoidaan, jos tulee esiin jotain vahvistamattomia epäilyksiä rikkomuksista omissa sijoituskohteiden joukossa. Tämä luo tarpeen lisätutkimuksille kyseisen epäilyalaisen yrityksen kohdalla. Lisätutkimusta tehdään itse saatavilla olevista tietolähteistä. Tarvittaessa voidaan soittaa tai laittaa viestiä GES:lle, jossa tietyt analyytikot seuraavat tiettyntyyppisiä yrityksiä. Tarvittaessa tähän tiettyyn analyytikkoon voidaan ottaa yhteyttä. Lisäksi asiaa voidaan kysyä suoraan sijoituskohteena olevalta yritykseltä, josta on herännyt epäily mahdollisesta rikkomuksesta. Useissa tapauksissa yrityksestä saatava informaatio on hyvää ja Elossa halutaan kuulla yrityksen näkökulma esiin tulleeeseen epäilyyn. (haastattelu Etera)

## 4.4 Lähteet vastuullisuusarvioinnissa

### 4.4.1 UNPRI-periaatteet

Varma on itse mukana UNIPRI-periaatteissa. Varmalle on oleellisempaa, että he katsovat vastuullisuusasioita sijoituspuolella. PRI-järjestelmässä on tiukka raportointivelvollisuus, jonka avulla Varma kokee myös samalla oppivansa ja kehittävänsä omaa toimintaansa paremmaksi vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna. Varma itse sen ei sen sijaan ole yrityksenä mukana Global Compact –aloitteessa. Asiakasyrityksistä useat sen sijaan kuuluvat Global Compactin kaltaisiin järjestelmiin. Tällä ja asiakasyritysten toimilla voidaan katsoa olevan ohjaavaa vaikutusta myös Varman tekemiin päätöksiin sijoitusten osalta. Varma kokee, että Global Compactin ongelmana on raportointivelvollisuuden puute. Aloitteena se on sinällään hyvä, muttei itsessään vielä takaa mitään yrityksen toiminnasta. Vaikkei aloitteessa mukana oleminen itsessään takaakaan sijoituskohteena olevasta yrityksestä mitään, otetaan Global Compact -periaatteet Varmassa huomioon normiperusteisessa seulonnassa siten, että yritysten kohdalta tutkitaan juuri Global Compactin mukaisia asioita. (haastattelu Varma)

Ilmarinen on sitoutunut YK:n PRI-periaatteisiin. Ilmarinen ei sen sijaan ole itse mukana allekirjoittajana Global Compactissa, mutta Ilmarisen omat vastuullisuusperiaatteet noudattavat Global Compactin periaatteita. Ilmarisen oman kertoman mukaan heidän oma toimintansa täyttää Global Compactin vaatimukset. Syitä em. sopimuksen allekirjoittamisen puutteeseen on se, että suomalaisia työeläkeyhtiöitä säätelee lakisääteinen raportointivelvollisuus. Kansallinen lainsäädäntö määrittelee, kuinka Ilmarisen tulee toteuttaa vuosiraportointinsa. Toinen syy tähän valittuun linjaan Ilmarisessa on se, että Global Compactin allekirjoittaminen maksaa. Global Compact edellyttää raportointia GRI:n mukaisesti. Ilmarinen ei voi em. kansallisen lainsäädännön vuoksi täyttää GRI-raportointivelvollisuutta. Halutessaan liittyä Global Compactin (GC) allekirjoittaneiden yritysten joukkoon joutuisi Ilmarinen laatimaan kaksi erillistä raporttia. Näin Ilmarinen ainakin asian itse tulkitsee. Ilmarinen vaatii, että heidän sijoituskohteensa noudattavat Global Compactin periaatteita. He eivät kuitenkaan vaadi näiltä sijoituskohteiltaan em. sopimuksen allekirjoittamista, koska Ilmarinen ei itsekään ole allekirjoittanut Global Compact –sopimusta. Ilmarinen tietää myös tapauksia, joissa em. sopimuksen (GC) allekirjoittanut yritys on rikkonut siinä määriteltyjä periaatteita. Ilmarisella on niin laaja salkku, että heillä on jatkuvasti salkussa sellaisia yhtiöitä - ei montaa, mutta joitakin -, jotka eivät kykene edes noudattamaan Global Compactin vähimmäisehtoja ja vaatimuksia. Ilmarisen toimintatapa Global Compactin vastaisessa tilanteessa tai sopimusrikkomus tilanteissa on sellainen, että ensiksi Ilmarinen pyrkii vaikuttamaan näihin yhtiöihin aloittamalla vaikuttamisprosessin. Tässä on tavoite saada yritys huomaamaan ja ymmär-

tämään, minkä takia Ilmarinen on huolissaan kyseisen yrityksen toimintatavoista. Ilmarinen on sitä mieltä, että tällä tavoin toimiessaan päästään parhaimmassa tapauksessa win-win-win tilanteeseen. Tällöin yhtiö voittaa, Ilmarinen voittaa ja ympäröivä yhteiskunta voittaa, jossa sijoituskohteena oleva yhtiö toimii. Tällöin kaikki osapuolet hyötävät. Ensisijainen tavoite ei siis ole myydä arvopaperia pois. Olisi Ilmarisen näkökulmasta sijoittajan vastuun pakoilemista, mikäli todettaisiin, ettei kyseinen yritys ole enää Ilmarisen ongelma. Ilmarisella on jonkinlainen vastuu aina, jos he ovat omistaneet jonkin rikkomuksen tehnyttä yritystä. On olemassa myös yrityksiä, joista Ilmarinen tietää tai on kokeilemalla huomannut, että vaikuttaminen ei etene niiden osalta ja Ilmarinen ei saa ylipäänsä minkäänlaista vastakaikua yrityksestä. Ilmarisella voi aiempien kokemustensa perusteella olla tietoa, etteivät he tule saamaan vastausta. Näissä tapauksissa todetaan, että vaikuttamisprosessilla ei ole mahdollisuuksia ja kyseisestä omistuksesta luovutaan ja arvopaperi joudutaan valitettavasti myymään. Arvopaperilla tässä tarkoitetaan myös korkosijoituksia eikä pelkkiä osakesijoituksia. (haastattelu Ilmarinen)

Elo on sitoutunut UNPRI-periaatteisiin allekirjoittamalla ne. Elossa arvostetaan kyseisiä periaatteita siitä syystä, että ne on laatinut ja tarkistaa voittoa tavoittelematon yhteisö, joka määrittelee riippumattomana tahona vastuullisuutta ja pyrkii edesauttamaan asian tilan paranemista Jos arviointia ja reittauksia tekee yksityinen firma, voidaan Elon mukaan miettiä sitä, onko hyvät arviot ostettavissa? Saako paremman laatuluokituksen antamalla isomman palkkion reittaajalle? UNPRI-periaatteet luovat pohjan em. Elon oman vastuullisuusarvioinnille. UNPRI-periaatteiden kritiikkiä Elo esittää vuosimaksua kohtaan ja prosessin suhteellisen raskasta luonnetta kohtaan. Täyttääkseen UNPRI-periaatteet joutuu yritys vastaamaan joukkoon erilaisia kyselyitä. Jonkin verran muutoksia tähän prosessiin onkin jo jäsenten pyynnöstä tehty ja kyselyä on virtaviivaistettu. Aiemmin Elo oli pyytänyt sijoituskohteita olemaan mukana esim. UNPRI-periaatteissa, mutta nykyään tätä ei enää vaadita. Tämä johtuu siitä, että kyseiset prosessit ovat työläitä ja ei koeta järkeväksi edellyttää sijoituskohteelta niissä mukana olemista, jos muuten vastuullisuusasiat ovat kunnossa. Global Compactilla on merkitystä Elossa sijoituskohteiden arvioinnissa. Elo itse ei ole mukana Global Compactissa allekirjoittaneena tahona. Elo koki, että yhtiön oma ”Vastuu tavaksi” -julkaisu hoiti tätä samaa tehtävää kertomalla päästöistä, kuten esim. kopiointimäärät, jätteenkierrätysaste jne. Global Compactista joudutaan maksamaan, joten Elossa on mietitty sitä, kuinka järkevää on maksaa tästä sertifioinnista erikseen. Global Compact ja muut sertifikaatit ovat positiivisia sijoituskohteelle. Tätä arvioitaessa on hyvä miettiä sitä seikkaa, että isolle pörssiyhtiölle sertifikaatin hankkiminen ei ole iso kulu. Sertifikaattien maksullisuus on aina tekijä, joka voi vesittää sen informaatioarvon (ks. aiemmin käyty keskustelu teemasta) (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahasto on allekirjoittanut UNPRI-periaatteet vuonna 2007. Eläkerahaston vastuullisen sijoittamisen toimintakertomuksessa on avattu jokaisen UNPRI-

periaatteen kohdalta erikseen, mitä kyseinen periaate käytännössä tarkoittaa Kirkon Eläkerahastolle. Kirkon Eläkerahasto on tekemässä hiukan samantyyppistä periaatteiden avaamista heidän uusiin Vastuullisen sijoittamisen ohjeisiin. Koska UNPRI-periaatteet ovat yleisellä tasolla, tulee niitä Kirkon Keskusrahaston mielestä avata. Omassa materiaalissaan Eläkerahasto on avannut jokaisen periaatteen kohdalta erikseen, miten se näkyy heidän toiminnassaan ja mitä he voivat asian eteen tehdä. UNPRI laatii paljon ohjeita eri omaisuuslajeille. Esim. korkosijoitukset ovat viime aikoina olleet varsin iso teema, joiden osalta Private Equity -pääomasijoittaminen on noussut esiin yhtenä teemana. UNPRI kerää ja tuo vastuullisen sijoittamisen osalta parhaita käytäntöjä muiden käyttöön. Kirkon Keskusrahasto ei ole mukana Global Compact- aloitteessa, mutta on mukana sijoittaja-aloitteessa, jossa kannustetaan yrityksiä suoraan allekirjoittamaan Global Compact –aloite tai kehittämään siihen liittyvää toimintaa. Tämä on ollut Kirkon Eläkerahaston toimintamalli. Tavoitteena on tätä kautta saada lisää Eläkerahastolle soveltuvia sijoituskohteita. Niin kauan kuin yritykset eivät raportoi GRI-periaatteiden (Global Reporting Initiative) mukaisesti, eivät Eläkerahaston salkunhoitajat saa tarvitsemaansa tietoa. Tästä syystä Eläkerahasto toivoo aloitteiden edistämisen auttavan jatkossa rahaston varainhoitajien työtä. Global Compact ja muut sertifikaatit ovat leimoja, joiden toteutus yrityksessä selviää lukemalla yhteiskuntavastuuraportteja. Global Compact ja muut sertifikaatit ovat suosituksia sijoituskohteille, mutta niitä ei edellytetä sijoituskohteelta. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Etera on allekirjoittanut vuonna 2010 UNPRI-periaatteet. Haastateltu vastuullisen sijoittamisen asiantuntija ei osaa sanoa, kuinka UNPRI-periaatteiden allekirjoittaminen on mahdollisesti vaikuttanut tai muuttanut Eteran omaan toimintaan aiempaan verrattuna. UNPRI-periaatteiden allekirjoittaminen ei aiheuta haastateltavasta välittömästi yhdessä yössä muutoksia vaan muutos on jatkuva prosessi ja enemmän sitoutumista toiminnan kehittämiseen. UNPRI:n allekirjoittaminen näkyy siten, että vuonna 2012 Etera osallistui ensimmäistä kertaa pilottina UNPRI-raportointiin. Tätä kautta Etera joutuu miettimään ja selvittämään sellaisia asioita, jota ei ole aiemmin muualla organisaatiossa kerätty. Tätä kautta UNPRI-periaatteiden allekirjoittaminen asettaa vaatimukset korkeammalle. Etera ei lähde etsimään sijoituskohteita siten, että etsisi tietyn sertifikaatin saaneiden yritysten joukosta mahdollisia sijoituskohteita. Etera käyttää enemmänkin kahta etenemistapaa, joista ensimmäinen on hakea niin sanotusti bottom up ja toinen top down. Eli kysymys on siitä, haetaanko ensiksi toimiala ja sieltä sitten mielenkiintoinen yritys vai onko Eteralla jokin mielenkiintoinen yritys mielessä, jota he sitten vertaavat toimialan muihin yrityksiin. Jälkimmäisessä tavassa voi olla ongelmana se, ettei toimiala itsessään ole kovin ympäristöystävällinen, kuten esim. öljyala tai kaivosteollisuus. Vaikka olisit toimialan paras yritys tämänkaltaisella alalla, niin ei sillä välttämättä ole mahdollisuutta saada em. kaltaisia ympäristö- ja vastuullisuussertifikaatteja. (haastattelu Etera)

#### 4.4.2 Vastuullisuuskonsultit

Varmalla vastuullisuusasioissa käytössä on konsultti eli GES (Global Engagement Services), joka suorittaa median seuranta ja tekee Varmalle muutaman kerran vuodessa toimeksiannosta Varman sijoitusten kartoituksen. Vastuullisuus uutisten seulonta on hyvin tietointensiivistä, koska siinä käydään kaikki uutislähteet läpi. Varma ei käytä muita vastuullisuuskonsultoinnin toimijoita, koska sillä ei koeta saatavan enempää tarpeellista tietoa. Lisäksi kyseisen alan toimijoiden välillä on suhteellisen vähän eroa. Ylipäänsä näitä toimijoita - ulkopuolisia palvelun tarjoajia - on suhteellisen vähän, n. 5 kpl. Tämän lisäksi on erilaisia analyysijä - mm. MSI-analyysijä tarjoavia - tahoja. Konsultit, kuten GES, hyödyntävät yhtenä lähteenään kartoituksessaan myös yritysten yhteiskuntavastuuraportteja, joita verrataan yrityksen reaalielämän toimintaan. Tarvittaessa GES voi selvittää yhteiskuntavastuuraportin tietojen todenperäisyyttä mm. vierailemalla tuotantolaitoksilla. Varma ei itse harrasta kyseistä arviointia, vaan on ulkoistanut sen GES:lle. Sen sijaan Varma ei osta ESG-analyysiä. (haastattelu Varma)

Myös Ilmarinen hyödyntää ruotsalaista GES -yhtiötä, joka kaksi kertaa vuodessa tarkistaa Ilmarisen sijoitussalkut. Tällä Ilmarinen haluaa varmistaa, että sijoituskohteet täyttävät omistajapolitiikassa asetetut vaatimukset. Tätä tarkistusta varten Ilmarinen antaa GES:lle salkkunsä käyttöö. GES ajaa nämä salkut sitten omien järjestelmiensä läpi ja raportoi Ilmariselle mikäli joku sijoituskohde toimii vastoin Ilmarisen määrittelemiä periaatteita. Tällä tavalla Ilmarinen haluaa varmistaa, ettei salkussa ole yrityksiä, joiden rikkeistä Ilmarinen itse ei ole tietoinen tai jota ei olisi omilla toimillaan jo huomattu. Tämä toiminta on vähimmäisvaatimus ja alkupiste. Kuten Varmankin haastattelusta kävi ilmi, on GES monella muullakin eläkeyhtiöllä käytössä, kuten Varmalla, Ilmarisella ja Kevalla. Kirkon keskusrahasto käyttää puolestaan Ethixiä. Molemmat em. yhtiöt ovat ruotsalaisia ja alun perin lähteneet liikkeelle samasta alkuperäisestä yrityksestä. Alkuperäisten omistajien mielipiteet jakautuivat ja sen vuoksi alkuperäinen yhtiö jakautui kahdeksi eli GES:si ja Ethix:si. (haastattelu Ilmarinen)

Elo puolestaan ei käytä ollenkaan ulkopuolisia palveluntarjoajia. Elo kokee palveluntarjoajien auditoinnit ja tarkastukset sijoituskohteissa vaikuttamisen kannalta tehottomiksi ja toivoisi vaikuttamisen tapahtuvan enemmän Suomesta ja Euroopasta käsin. Elossa koetaan myös, että tiettyjen kansainvälisten sopimusten valvonta kuuluu muille tahoille, kuin suomalaisille eläkeyhtiöille ja sijoittajille, esim. enemmän yhteiskunnallisille vaikuttajille. Elo sanoo tietävänsä tästä huolimatta hyvin, mihin ja millaisiin yrityksiin se on sijoittanut. Tätä kautta Elossa koetaan sijoitusprosessin olevan vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna kunnossa. Lisäksi tuotot ovat olleet alan tasoon nähden hyviä. Myöskään siitä syytä Elossa ei koeta ulkopuolisten palveluntarjoajien tuovan lisäarvoa sijoitusprosessiin, koska suurin osa kilpailijoista käyttää samaa palveluntarjoajaa. Palve-

luiden maksullisuus voidaan myös kokea siten, ettei toiminta ole pyyteetöntä. (haastattelu Elo)

Kirkon Keskusrahasto ei hyödynnä ulkopuolisia konsulttiyhtiöitä päätöksenteossaan, mutta hyödyntää kyllä sijoituskohteiden seulonnassa. Kirkon Eläkerahasto hyödyntää omassa normipohjaisessa seulonnassaan ja vastuullisuusarvioinnissaan konsultteja. Kirkon Eläkerahaston hyödyntää Ethix SRI Advisors'ia (vuodesta 2007 alkaen). Se seuloo kaksi kertaa vuodessa Eläkerahaston kaikki sijoitukset (korko- ja osakesijoitukset) läpi. Jos paljastuu kohteita eli niin sanottuja punaisia casejä, joihin tulee puuttua, niin Eläkerahasto on Ethixin Pooled Engagement –palvelun avulla mukana vaikuttamassa. Ethix suorittaa itse prosessin. Ethix käy myös läpi ennakkoon Kirkon Eläkerahaston uudet sijoitukset esim. rahastoihin ja tarkistaa rahaston omistuslistat läpi ennen lopullista sijoituspäätöstä. Sijoitussalkku toki aina elää, mutta tavoitetilä on etukäteistarkistus. Lisäksi Eläkerahasto käy keskusteluja varainhoitajien kanssa vastuullisuusasioista ja mahdollisesti esiin nousseista vastuullisuusongelmista. Rahastonhoitajilta kysytään, tiesivätkö he mahdollisesta ongelmasta? Lisäksi tiedustellaan, miksi yritys ylipäänsä on sijoituskohteenä tässä salkussa ja mikä tämä sijoituscas on? Lisäksi kysytään itse esiin tulleesta ongelmasta, että vaikuttaako tämä tapaus tähän sijoituscaseen. Tätä kautta on ollut tilanteita, jolloin rahastosalkunhoitaja on luopunut yrityksestä. Tämä ei kuitenkaan ole aina ensisijainen toimintatapa. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Eteralla on mahdollisuus hyödyntää konsulttiaan ennen sijoituspäätöksen tekemistä, sijoituksen aikana ja myös jälkikäteisessä tarkastamisessa, kuinka lopulta sijoituskohteenä olevalle yritys on toiminut. Etera hyödyntää konsulttia, joka auttaa rahastovalinnoissa. Konsulttiyrityksen tekemissä arviointiraporteissa huomioidaan vastuullisuus ainakin yhdessä osiossa. Joskus se on enemmän integroituna raportissa. Eteran salkut käy läpi kaksi kertaa vuodessa heidän partnerinsa GES (Global Engage Services) listattujen yritysten osalta. GES tutkii Eteran salkut ja selvittää, onko siellä jotain ongelmallisia yhtiöitä ja jos on, niistä Etera saa raportin. Etera lähettää GES:lle tiedot omistuksistaan ja GES analysoi sitä omia tietokantojaan hyödyntäen. Raportista selviää millaisia ongelmia sijoituskohteenä olevassa yrityksessä on ja tämän pohjalta Etera voi reagoida. Raportista selviää myös tarkempi kuvaus yrityksistä ja sekä siitä, millaisia rikkomuksia niissä on tapahtunut? Arvioinnin kohteenä ovat listatut yhtiöt ja velkainstrumentit. Eteran kannalta on huomionarvoista, ettei GES seuraa pienempiä listaamattomia yrityksiä, joita Eteralla on omistuksessa etenkin Suomesta. Eterassa alkaa aina raportin pohjalta keskustelu, mitä havaituille ongelmille ja ongelmallisille yrityksille pitäisi tehdä. Salkunhoitajilla on vähintään velvollisuus selvittää, minkä takia ongelmia on ilmennyt ja millaisia ne ovat. Todetut ongelmat lisäävät Eteran sijoitusten riskiä. Tätä kautta joudutaan miettimään halutaanko omistus myydä pois, jos koetaan muutokset mahdottomiksi. Vai halutaanko kohdetta yrittää kehittää ja pidetään omistus? Eteran konsultti GES on laatinut Eteralle arkiston tapauksista, joissa on ilmennyt rikkomuksia. GES:n seuranta

perustuu kansainvälisiin normeihin. GES luokittelee rikkomukset ensiksi epäillyiksi, kun kansainvälistä normia olisi rikottu. Jos tämä rikkomus on vahvistettu, niin GES voi antaa varoituksen yrityksen kohdalta, että sillä ole kaikki vastuullisuusmielessä nyt kunnossa. Toinen ja vakavampi havainto on se, että yritys selkeästi rikkoo systemaattisesti kansainvälisiä säädöksiä. Salkunhoitajilla on pääsy tähän tietokantaan, josta he voivat tarkistaa yrityksiin liittyviä rikkomuksia. Tämä tarkastus on jokaisen salkunhoitajan omalla vastuulla. Toki samalla tarkastetaan, mitä muuta tietoa yhtiöstä on saatavilla uutisissa. Etera käyttää esim. Bloombergiä, josta löytyy uutisia monestakin aiheesta. Erilaiset tietolähteet ovat siis käytössä eikä päätöstä muodosteta pelkkään konsultilta saadun tiedon varaan. (haastattelu Etera)

#### **4.4.3 Yhteiskuntavastuuraportit**

Varma ei hyödynnä omissa sijoituspäätöksissään yhteiskuntavastuuraportteja arvioitaessa yritysten vastuullisuutta. Yhteiskuntavastuuraporttien ongelmana päätöksenteon lähteenä on Varman mukaan se, ettei niiden tarjoama informaatio ole usein hyödynnettävissä päätöksenteossa. Yhteiskuntavastuuraportit koetaan Varmassa paljolti markkinointivälineinä, eikä niinkään sijoittajan työkaluiksi sopiviksi lähteiksi. Ongelmana on se, että raportin laatija saa itse päättää mitä toiminnastaan kertoo tai jättää kertomatta. Yhteiskuntavastuuraportin yhdistäminen osaksi vuosikertomusta kasvattaa Varman näkökulmasta todennäköisyyttä näiden raporttien hyödyntämiseen myös päätöksenteossa. Yhteiskuntavastuuraporteilla on Varman mukaan ollut tapana tulla julkaistuksi vasta kesällä vuosikertomusten julkistusten jälkeen. Tämän vuoksi niiden informaatio- ja markkinointiarvo on heikko. Yhteiskuntavastuuraporttien yleisen julkistamisajankohdan vuoksi raporttien informaatio on tyypillisesti vanhentunutta eikä näin ollen ole ollut soveliaista sijoituspäätösten tekemistä varten. Varma kokee, että jos yhteiskuntavastuuraportointi on erillään muusta sijoitusviestinnästä tai muussa viestinnässä, ei sitä huomioi kukaan päätöksenteossaan. Yhteiskuntavastuuraportointi osana vuosikertomusta mahdollistaa vastuullisuusraportoinnin olemisen yrityksessä samassa raportointirytmisessä taloudellisten lukujen kanssa. Lisäksi sen painoarvo on suurempi, jos toimitusjohtaja ottaa sen esiin yhtiökokouspresentaatioissaan jollakin tavalla. Varman mukaan yritysvastuuraporttien ongelmana on myös se, että niiden informaatio ei yleensä ole vertailukelpoista toisen yrityksen vastaavien tietojen kanssa. Sijoittajan kannalta olisi oleellista kyetä arvioimaan, tekeekö joku yritys asiansa esim. vastuullisuusnäkökulmasta kilpailijoitaan paremmin. Lisäksi olisi tärkeää määrittää toimialan keskitaso. Tämä tieto olisi sijoittajien kaipaamaa lisätietoa sijoituspäätösten tueksi, mutta eri yritysten vertaileminen on yleensä aika mahdotonta. Tätä kautta tiedon käytettävyys on heikkoa. (haastattelu Varma)



Ilmarisessa yhteiskuntavastuuraporttien hyödyntäminen riippuu paljon salkunhoitajasta. Salkunhoitaja päättää itsenäisesti hyödyntääkö kyseisiä raportteja ja millaista dataa haluaa ratkaisujensa tueksi. Vastuullisen sijoituksen asiantuntija ei lue em. raportteja jatkuvasti vaan lähinnä silloin tällöin. Silti hän kokee niiden kautta tarjotun informaation tärkeäksi. Yhteiskuntavastuuraporteista on samalla tavalla hyötyä, kuten vuosikertomuksista, päätöksenteon lähteinä. On kuitenkin aika hypoteettinen tilanne, että kaksi saman sektorin yritystä olisi muuten tasavahvoja esim. taloudellisilta luvuiltaan ja erottavaksi tekijäksi muodostuisi yhteiskuntavastuuraportoinnin taso. Yleensä erot löytyvät jo tätä aiemmista vertailuista. Haastateltava kannattaa yhdistettyjen raporttien - vuosikertomukseen integroitu yhteiskuntavastuuraportti - laatimista. Erillinen yhteiskuntavastuuraportti voi antaa signaalin osakesijoittajille, ettei näillä asioilla ole todellista merkitystä yrityksen mielestä, koska niitä ei haluta nostaa vuosikertomukseen. Vuosikertomukseen integroidut vastuullisuus- ja yhteiskuntavastuuraportit ovat painoarvoltaan erillisiä raportteja suuremmat. Vaikka olisi erillinen laaja yhteiskuntavastuuraportti, pitäisi tärkeimmät vastuullisuusasiat nostaa myös vuosikertomukseen. Monella suomalaisella pörssiyrityksellä puuttuu sijoittajasivuiltaan vastuullisuusraportti ja siihen liittyvät tiedot. Sijoittajan tulisi osata mennä erikseen näiden yhtiöiden vastuullisuussivuille löytääkseen vastuullisuusmateriaalin. Esim. Keskolle oli tällainen tilanne huolimatta siitä, että he ovat raportoinnin osalta yksi esimerkillisistä yrityksistä ja Kesko on voittanut palkintojakin siitä. Keskolle ei ollut sijoittajasivuillaan edes linkkiä vastuullisuusasioihin, mikä on nyt sinne lisätty jälkikäteen. Syy tähän alkuperäiseen ratkaisuun oli se, ettei Keskolle oltu koskaan ajateltu sitä, millainen signaali tästä tulee. He olivat ajatelleet vastuullisuusasioista kiinnostuneiden hakevan näitä asioita automaattisesti yhteiskuntavastuuosion tai -sivujen alta. Haastateltava oli Keskolle todennut, että jos he kokevat vastuullisuusasiat sijoittajan kannalta oleellisiksi, niin ne pitää olla sijoittajasivuilla ainakin linkin kautta. Laittamatta sijoittajasivuille edes linkkiä, antaa yritys merkin siitä, ettei tällä asialla ole sijoittajien kannalta merkitystä. (haastattelu Ilmarinen)

Sijoituskohteina olevien yritysten julkaisemia yhteiskuntavastuuraportteja hyödynnetään siten, että ne ovat mukana Elon omassa arvottamisessa. Elo lähtee siitä, että yhteiskuntavastuuraporttien todenperäisyyteen on pakko luottaa. Elo ei tarkista esim. päästöjen tason oikeudellisuutta. Oma järjenkäyttö on sallittua ja kyseenalaistaminen on kuitenkin aina tarpeellista varsinkin, jos vaikuttaa raportista puuttuvan vastuunäkökulmasta katsottuna oleellisia riskejä ym. seikkoja. Jos Elo havaitsee raporteissa puutteita, on heillä periaate kysyä asiasta suoraan yritykseltä ja selvittää asiaa lisää. (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahastossa ei hyödynnetä suoraan sijoituskohteina olevien yritysten julkaisemia yhteiskuntavastuuraportteja, koska he eivät tee itse yritysanalyysiä. Kirkon Eläkerahastolle tulee kyllä suomalaisten yritysten yhteiskuntavastuuraportteja ja haasta-

teltava joskus selailee raportteja. Raporttien tarjoamaa informaatiota pidetään Kirkon Eläkerahastossa mielenkiintoisena. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Yritysten vastuuraportin yhdistämien vuosikertomukseen korostaa sen olevan yritykselle tärkeä osa muuta tuloinformaatiota. Tätä kautta informaatioon suhtaudutaan eri tavalla. Samalla nähdään heti, mihin kyseinen informaatio liittyy. Haastateltava epäilee, että salkunhoitajat arvostavat vuosikertomuksen mukana olevaa vastuullisuusosiota enemmän päätöksenteossaan, kuin erillistä vastuullisuusraporttia. Osakesalkunhoitajat tutkivat omien sijoituskohteidensa raportteja. Jokainen salkunhoitaja tekee itsenäisesti valinnat, mitä lähteitä käyttävät päätöksenteon tukena. Etera tarjoaa jokaisen käyttöön em. tiedonhakukanavat ja ESG-tietoa. Jos jälkikäteen paljastuu salkunhoitajan jättäneen ESG-tiedon huomioimatta, siitä toki kysytään häneltä. Listattujen yritysten osalta sijoituspäätökset perustuvat pääosin julkisen tiedon varaan. Näistä yrityksistä ei oikein voidaan saada muunlaista kuin julkista tietoa. Jos yksi salkunhoitaja saisi esim. sijoittajapäivillä enemmän tietoa, kuin muut, niin tässä tulisi jo eri sisäpiiri- ym. säädökset vastaan. Yhteenvetona voidaan sanoa vuosikertomusinformaatiolla olevan merkitystä päätöksenteossa. Eteralla on myös oma edustaja omistamiensa yritysten yhtiökokouksissa, vaikkei lähtökohtaisesti puheenvuoroa siellä käytettäisikään. Paikalla ollaan siltä varalta, että tulisi jokin äänestys. Etera haluaa olla paikalla vaikuttamassa. Suomalaisien yhtiöiden yhtiökokouksissa käydään kaikissa lähtökohtaisesti, muttei ulkomaalaisissa. (haastattelu Etera)

#### **4.4.4 Arvojohtajien listat**

Maailmanlaajuisesti sijoittajien välillä ei ole varsinaista tiedonvaihtoa vastuullisuudesta. Jos joku harrastaa analyysiä, niin nämä yritykset pitävät yleensä saamansa tiedot itsellään omassa käytössään. Varma seuraa Suomen valtion linjauksia, mutta valtiolla ei yleensä ole tarkempia alakohtaisia ohjeistuksia, joissa kiellettäisiin tai suositeltaisiin sijoittamatta mm. ydinaseisiin. Varma kokee, että Kirkon Eläkerahaston näkökulma jättää sijoittamatta epäeettisiin kohteisiin on Varman omasta näkökulmasta katsottuna turhan rajaava. Varmassa sijoituksen tuotolla on isompi merkitys. Varma kokee Kirkon Eläkerahaston toiminnan olevan paljon Varmaa ehdottomampaa. Kirkon Eläkerahasto rajaa suuremman joukon toimialoja sijoituskohteiden ulkopuolelle kuin Varma, joka pyrkii pitämään kohtuullisena ne alat, joihin ei sijoiteta laisinkaan. Varman mukaan Kirkon Eläkerahasto voi vastuullisuuden nimissä tinkiä tuotoista, mutta Varma ei. Varma kokee, että jos se tinkisi tuotoista, niin moni taho suhteellisen varmasti kyseenalais-taisi tämän toimintatavan. Varma ei siis voi tehdä liian isoa kompromissia tuoton suhteen ja he kokevat tuoton pysyvyyden myös osana vastuullisuutta. Osittain tästä syystä Varma ei käytä sijoituspäätösten vastuullisuusarvioinneissa kirkon tai jonkun muun

arvojohtajan listoja vastuullisista sijoituskohteista. Lisäksi Varma haluaa pitää vastuullisuuteen ja sijoituksiin ylipäänsä liittyvät päätökset omissa käsissään. (haastattelu Varma)

Ilmarisessa hyödynnetään päätöksenteossa ulkopuolisia tahojen - kuten kirkon - laatimia listoja eettisistä sijoituskohteista tai listoja poissuljettavista epäeettisistä sijoituskohteista siten, että välillä käydään listoja läpi ja jutellaan niiden pohjalta salkunhoitajien kanssa. Esimerkiksi Norjan Globaali eläkesijoittajan ns. mustaa listaa kopioidaan todella paljon. Listalla on se vaikutus, että sille päätyvien yritysten vaihdettavuuden heikkeneminen muodostaa sijoituskohteelle riskin, joka on otettava huomioon sijoituspäätöksissä tehdessä kyseisen yrityksen arvopapereihin. Muutamilla hollantilaisilla sijoittajilla on ollut vaikutusta tiettyihin arvopapereihin luomalla mediakiinnostusta kommentoimalla julkisesti jättävänsä israelilaisia pankkien arvopapereja salkkunsu ulkopuolelle johtuen siitä, että nämä pankit rahoittavat laittomia siirtokuntia. Em. kaltaisilla listoilla ja päätöksillä on lyhytaikaisesti vaikutusta erityisesti mediakiinnostukseen. Niillä saattaa toki myös olla pidempiaikaisia vaikutuksia arvioidun ja listalle joutuneen yrityksen arvostukseen. Osa sijoittajista ryhtyy miettimään, millaisia riskejä kyseiseen sijoituskohteeseen sisältyy? Riskinä on mm. se, joutuuko yrityksen omistajana jonkun hampaisiin? Millainen arvonkehitys kyseisellä yrityksellä on, jos siitä tulee kansainvälisesti hyljeksitty nimi? Vielä ei ole nähty kansainvälisesti merkittävästi hyljeksittäviä yrityksiä tai vaikutukset ovat olleet hyvin pieniä. Mikään ei kuitenkaan estä, ettei tällaisia tapauksia voisi tulevaisuudessa olla. Ilmarinen seuraa koko ajan, muodostuuko joistakin yrityksistä hyljeksittyjä vastuullisuusmielessä. Tällä tavoin Ilmarinen osaa varautua siihen, että heiltä aletaan kysyä sijoituskohteeseen liittyviä asioita. Esim. edellä mainittujen hollantilaisten sijoittajien päätöksen yhteydessä Ilmarinenkin joutuin vastaamaan kysymykseen, onko heillä sijoituksia näissä israelilaisissa pankeissa, joista hollantilaiset sijoittajat olivat luopuneet vastuullisuus syistä. Ilmariselta ei näitä pankeja omistuksestaan löytynyt juuri em. siirtokuntarahoituksen vuoksi. (haastattelu Ilmarinen)

Elossa hyödynnetään päätöksenteossa ulkopuolisia tahojen - kuten kirkon - laatimia listoja eettisistä sijoituskohteista tai listoja poissuljettavista epäeettisistä sijoituskohteista siten, että esim. Elo katsoo esimerkiksi Norjan Öljyrahaston listat läpi. Samalla seurataan edellä mainittujen tahojen luomaa keskustelua mahdollisten ongelmayritysten havaitsemiseksi. Elo ei tee vastaavanlaisia listoja itse. Mikään lista ei ole täysin ristiriidaton. Lähtökohta Elossa ei ole mustien listojen kaltainen ennakkokarsinta. Karsinta sijoituskohteiden välillä vastuullisuusmielessä tulee tuottoarvioinnin jälkeen. Vastuullisuusongelmat nähdään riskinäkökulmasta. Jos vastuullisuusnäkökulmasta katsottuna on havaittavissa riskejä, niin silloin jätetään sijoittamatta. (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahaston päätöksenteossa ulkopuolisia tahojen (kuten kirkko) laatimia listoja eettisistä sijoituskohteista tai listoja poissuljettavista epäeettisistä sijoituskohteis-

ta hyödynnetään seuraavasti. Haastateltavan mukaan aika moni seuraa tämän tyyppisiä, esimerkiksi Norjan öljyrahaston, listoja, mutta Kirkon Eläkerahasto ei edellytä salkunhoitajien seuraavan kyseisiä listoja. Kyseiset listat ovat niiden laatijoiden periaatteiden pohjalta laadittuja, joten sinällään ne eivät sovellu Eläkerahaston käyttöön. Eläkerahasto noudattaa mieluummin omia periaatteitaan vastuullisen sijoittamisen pohjana. Norjan öljyrahaston tapauskohtaisia perusteluita vastuullisuusratkaisuissa siitä, miksi jokin yritys tai toimialan yritys on jätetty pois sijoituksista, seurataan. Öljyrahaston listalla näkyy myös, kun jonkin yritys tulee takaisin heidän sijoituslistalleen. Jonkin verran tätä hyödynnetään tutustuttaessa ongelmallisiin tapauksiin tiedonhaun materiaalina. Lisäksi esim. Danske Bankilta ja Nordealta löytyy omia poissulkevia listoja. Heidän listansa ovat Kirkon Eläkerahastolle relevantteja, koska Eläkerahasto on molempien iso asiakas. Tästä syystä haastateltava välillä aina tarkkailee kyseisiä pankkien omia listoja. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Eterassa ei suoraan hyödynnetä päätöksenteossa ulkopuolisia tahojen - kuten kirkon - laatimia listoja eettisistä sijoituskohteista tai listoja poissuljettavista epäeettisistä sijoituskohteista, koska Etera uskoo löytävänsä kansainvälisien normien rikkojat myös GES:n listoilta. Koska Etera ei yrityksenä tunnusta mitään uskontoa, eivät he voi ottaa suoraan hyödyntää mm. Suomen ev.lut. kirkon mielipiteitä sijoituspäätösten tukena. (haastattelu Etera)

#### 4.4.5 *ESG-analyysi*

Varma ei osta käyttöönsä ESG-analyysiä. Ilmarisessa vastaavasti hyödynnetään ESG-analyysiä siten, että heillä on käytössä ulkopuolelta ostettua ESG-analyysiä. Koska vastuullisuusasiat ovat suhteellisen uusia ja Ilmarisessa kaikki ovat oppineet vastuullista sijoittamista käytännön kautta, on Ilmarisesta hyvä tarjota salkunhoitajien tueksi ulkopuolista ESG-analyysiä päätöksenteon tueksi. Lisäksi FINSIF:n puitteissa on laitettu pari vuotta sitten kirje kotimaisille osakevälittäjille, joilla on myös osakeanalyysiä, koskien pyyntöä saada lisää ESG-analyysiä. Tämä idea meni todella onnistuneesti läpi ja tätä kautta ESG-analyysin tarjonta on lisääntynyt todella paljon normaalin valtavirta-osakeanalyysin puitteissa. Toki vielä kehittämisen varaakin tällä alalla löytyy. (haastattelu Ilmarinen)

Elossa ei varsinaisesti hyödynnetä ESG-analyysiä. Elo käyttää omaa prosessiaan, jossa ESG asioita käydään läpi seuraavasti. ESG:n E eli ympäristöasiat ovat helppoja Elon kaltaisen yhtiön näkökulmasta. S eli työyhteisö on yleensä tästä haastavin ja mielenkiintoisin tekijä Elossa. G eli hyvän hallintotavan osalta Elossa on käytössä avoimuus. Elon toimintaan voi tutustua netissä ja nähdä, miten Elo toimii. Sijoituskohteiden ja Elon oman toiminnan vastuullisuuskriteerit saattavat olla hiukan erilaiset. Tämä joh-

tuu siitä, että sijoitustoiminnan vastuullisuuden kriteeristö määritellään sijoitustoimintaa tekevien keskuudessa ja Elon yleiset kriteerit ylimmässä johdossa. Nämä eivät lähtökohtaisesti ole ristiriidassa toistensa kanssa. Tavoitteena on, että ylimmällä johdolla on samat vastuullisuusperiaatteet kuin mitä Elo soveltaa omassa sijoitustoiminnassaan. ESG-analyysi soveltuu hyvin niin kotimaisiin kuin ulkomaisiin yrityksiin. Elossa on kysytty yrityksiltä tietoja, joiden pohjalta on tehty itse analyysiä (haastattelu Elo)

Eterassa sijoituskohteeksi kaavailuista pienistä yrityksistä tekevät ns. ”Big four” – yritykset (EY, KPMG, PwC, Deloitte) analyysin, siitä pitävätkö yritykseltä saadut luvut paikkansa ja onko yrityksessä jotain kummallista. Näissä analyyseissa saatetaan tarkastaa myös mm. fyysisiä tehtaita. Tätä kautta saadaan objektiivinen tarkastaja sijoituskohdeksi kaavailulle yritykselle. Tarkastuksen kohteena ovat talous, laki, verot ja due diligence -asiat. Eli katsotaan löytyykö yrityksestä riskejä mm. maksamattomien verojen muodossa. Eteralla on rajalliset resurssit, joten sen vuoksi he käyttävät näissä tapauksissa ulkopuolisia kumppaneita. Konsulttien käyttö liittyy yrityskauppatilanteisiin ja pienempiin yrityksiin ja pääomasijoitusmarkkinoihin. (haastattelu Etera)

#### **4.4.6 Kestävän kehityksen indeksit**

Kestävän kehityksen indeksit, kuten esim. Dow Jones Sustainability Group Indexes ja FTSE Group:n FTSE4Good –indeksiperheet eivät ole Varmassa lainkaan käytössä päätöksenteossa. Syy on mm. se, että moni näistä indekseistä saa rahaa sen perusteella, miten suuria niihin perustuvien rahastojen rahavarat ovat. Lisäksi niissä on tiettyjä markkinallisia huomioita. Kyseiset indeksit eivät myöskään kerro kovinkaan tarkasti ja avoimesti, miten päätökset indeksiin pääsemisestä tehdään ja miten ja mitä tekijöitä nämä indeksit painottavat. Sama yritys voi olla eri indekseissä arvioitu eri tavalla, joka vaikeuttaa arviointia. Sen takia on vaikeaa tietää, miksi kukin yritys on indeksiin päässyt tai jäänyt sen ulkopuolelle. Jos Varma sijoittaisi yrityksiin indeksien perusteella, ei päätöksenteko olisi kokonaan heidän omissa käsissä. Varma haluaa sijoittaa yrityksiin itse, eikä olla indeksien antamien perusteiden varassa. Indeksit sopivat paremmin indeksisijoittajille, kuten yksityishenkilöille, helppona tienä sijoittaa vastuullisesti. Indeksien hyödyntäminen voi olla joillekin toimijoille, kuten rahastoille, hyvä markkinointikeino, koska kuluttajat ymmärtävät sen. Varmassa indeksin hyödyntämisestä ei koeta saavan lisäarvoa. (haastattelu Varma)

Ilmarinen ei hyödynnä kestävän kehityksen indeksejä, kuten esim. Dow Jones Sustainability Group Indexes ja FTSE Group:n FTSE4Good –indeksiperheitä. Ilmarisella ei ole kritiikkiä suoraan indeksejä kohtaa. He ovat todenneet, etteivät ne vaan sovi heille, koska niitä käytettäessä pitää hyväksyä indeksituottajan näkökulma maailmasta. Ilmarisen näkökulma maailmasta ei ole aina sama kuin indeksituottajan. Sinällään Ilmarinen

näkee, että indeksiin kuuluminen on vahva signaali yrityksen toiminnasta. Indeksiin kuulumisenhan tarkoittaa sitä, että ulkopuolinen toimija on katsonut yrityksen toimintamallit ja toimintatapaa läpi. Se on siis ”ulkopuolisen tarkastajan” näkemys siitä, että kyseinen tarkastettu yritys on ok. Yrityksen kannalta potentiaalisena sijoituskohteena oleminen on toki positiivinen asia. Suomalaisia yrityksiä mietittäessä on hyvä tiedostaa, että em. isoilla indekseillä (Dow Jones Sustainability Group Indexes ja FTSE4Good) on market cap (markkina-arvo) ja free float (vapaasti vaihdettavuus) -vaatimus. Kyseiset vaatimukset ovat haasteellisia monelle suomalaiselle yritykselle. Yritysten koko tulee tässä vastaan. Suomalaiset pienet ja keskisuuret yritykset eivät em. vaatimusten vuoksi voi päästä mukaan näihin isoimpiin kestävän kehityksen indekseihin. (haastattelu Ilmarinen)

Elossa kestävän kehityksen indekseillä on sijoituspäätöksissä se merkitys, että vastuullisuuden arviointi lähtee ns. neutraalitason vastuullisuudesta, jossa em. listoja hyödynnetään. Kyseisille listoille ei pääse, ellei yritys täytä laajoja kriteerejä ja lisäksi edellytetään tietyntasoisia mittaristoja. Myös raportointivelvollisuus on suhteellisen laaja. Elo lähtee siitä, että indeksiin kuuluva yritys on lähtökohtaisesti vastuullinen. Indeksejä hyödynnetään osana Elon omaa prosessia. Elo olettaa tietynkokoisten yritysten olevan mukana kyseisissä indekseissä. (haastattelu Elo)

Kirkon Keskusrahastossa kestävän kehityksen indeksejä ei hyödynnetä kyseisiä indeksejä sijoituspäätöksissä, koska he eivät tee itse yritysvalintaa. Sen sijaan salkunhoitajalle voi olla tärkeää, että yrityksellä on leima olemisesta mukana jossakin kestävän kehityksen indeksissä. Eläkerahasto ei myöskään sijoita tällä hetkellä indeksirahastoihin, vaikka sijoituksia niissäkin on joskus ollut, vaan yleensä aktiivirahastoihin. Kyseisiä indeksejä käytetään jonkin verran vertailuindeksinä salkunhoitajien keskuudessa. (haastattelu Kirkon Keskusrahasto)

Etera ei hyödynnä kestävän kehityksen indeksejä, kuten esimerkiksi Dow Jones Sustainability – indeksiä, sijoituspäätöksissä. Etera ei ole myöskään indeksisijoittaja. Etera on enemmänkin aktiivisen valinnan kannalla. Jos Etera harrastaisi indeksisijoituksia, niin haastateltavan mukaan he voisivat harkita kyseisten vastuullisuusindeksien seurantaa. (haastattelu Etera)

## 4.5 TELA:n ja FINSIF:in rooli vastuullisessa sijoittamisessa

Työeläkevakuuttajat TELA ry on kaikkien Suomessa toimivien työeläkevakuuttajien edunvalvontajärjestö. TELA:n päätehtävä on olla työeläkevakuuttajien etujärjestönä. Se toimii edunvalvontajärjestönä ja yhteistyöelimenä työeläkeyhtiöiden välillä helpottaen yhteistyötä ja tiedonjakoa. TELA:n ohjeet ovat ohjaavia. Olennaisempaa on kuitenkin haastateltavasta, että Etera on mukana siinä, mitä TELA lausuu. TELA:n lausunnot ovat

jäsenistön kantojen pohjalta muodostettu kompromissi. TELA voi tarvittaessa antaa julkilausumia jäsenistöään koskevista vastuullisuusasioista. TELA voi kommentoida julkisuuteen esim. siitä, onko soveliaista sijoittaa kaivosteollisuuteen. Toinen tarkemmin tutkittu organisaatio on FINSF eli Finland's Sustainable Investment Forum on aatteellinen yhdistys, jonka tarkoituksena on edistää vastuullista sijoittamista Suomessa. Jäsenkuntana sillä on eri sijoittajia Suomessa. Molemmilla näistä organisaatioista on oma roolinsa vastuullisessa sijoittamisessa. (haastattelu Etera)

#### 4.5.1 TELA

Varma on jäsenenä työeläkevakuuttajien etujärjestössä TELA:ssa, joka on laatinut vastuullisen sijoittamisen periaatelinjaukset. Nämä linjaukset ovat yleisluonteiset ja lähinnä minimivaatimuksia, johtuen eläkevakuuttajien eroista. Suomessa on isoja eläkevakuutusyhtiöitä ja pieniä eläkekassoja. TELA:n antamat kannanotot eivät ole sitovia määräyksiä, vaan pikemminkin linjauksia ja ohjausta jäsenistölleen. Varman mukaan TELA auttaa keräämään tietoa ja jakamaan sitä alan toimijoille myös vastuullisuudesta. Haastateltu Varman vastuullisen sijoittamisen asiantuntija oli yhtenä mukana kirjoittamassa tällä hetkellä voimassa olevia TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatelinjauksia. Varman kokee, että TELA:n vaikutus vastuullisuuskulmasta toimijoita ohjaavana tahona riippuu pitkälti juuri toimijan koosta. TELA:ssa ei ole ketään kokopäivästä henkilöä, jonka vastaisi vastuullisen sijoittamisen asioista toisin, kuten esim. Varmassa on. Lisäksi Varmassa vastuullisuudesta vastaava henkilö, eli haastateltava, näkee salkun läheltä, joka parantaa mahdollisuuksia vaikuttaa verrattuna TELA:n asiantuntijoihin. Tästä johtuen TELA:n rooli ei ole Varman kaltaiselle sijoittajalle niin suuri kuin esim. verrattuna pienemmille eläkekassoille. Haastateltava toteaa, että suuret toimijat ovat siis itsenäisempiä vastuullisuuden osalta kuin pienet. Lähinnä TELA siis neuvoo ja linjaa alan toimijoita vastuullisuuden osalta. Pienille toimijoilla tästä on suurempi apu, koska heillä ei usein ole henkilökuntaa ja osaamista vastuullisuusasioiden hoitamista varten. Suurilla toimijoilta - esim. Varma, Ilmarinen ja Elo - tällainen vastuuhenkilö löytyy. TELA ei voi antaa liian tiukkoja vaatimuksia vastuullisuudesta, johtuen alan toimijoiden koko eroista. Tästä johtuen TELA:n ohjeet ovat Varmalle lähinnä perustason luovat, joiden päälle Varmassa on omia prosesseja. Osa TELA:n oheistuksista ei myöskään ole Varman kannalta relevantteja, koska heidän salkkunsu on sen verran erilainen esim. pienempiin eläkekassoihin verrattuna. (haastattelu Varma)

Ilmarisen osalta oma toiminta vastuullisuuden suhteen menee paljon TELA:n ohjeistusta pidemmälle, jota myös Ilmarinen on ollut mukana laatimassa. Ilmarinen ymmärtää syyn tähän, koska TELA:n jäsenistönä on muitakin kuin isot eläkeyhtiöt. TELA:n piirissä on isojen yhtiöiden lisäksi eläkesäätiöitä ja eläkekassoja, joiden resurssit ovat huo-

mattavasti paljon pienemmät ja lisäksi näiden on haasteellista harjoittaa vastuullisuutta johtuen pienemmistä sijoitussalkuista jne. Tämä osittain selittää sitä, minkä takia TELA:n oheistus ei mene niin pitkälle kuin Ilmarisen oma toiminta vastuullisen sijoittamisen parissa. Toinen syy eroihin on se, että Ilmarinen on tehnyt vastuullista sijoittamista niin pitkään. Vastuullinen sijoittaminen ei ole koskaan valmista ja se on askel askeleelta etenemistä. Niin myös Ilmarinen on sen aloittanut pienistä asioista. Esim. Ilmarinen ei pitkään aikaan julkistanut vastuullisuuskonsulttinsa GES:n nimeä. Ilmarinen halusi varmistaa ensiksi, että GES käyttäminen on sovelias työkalu heidän salkkuunsa ennen asian julkistamista yleisölle. Ilmarinen oli huolissaan siitä, että mahdollinen muutos toimintavoissa, jotka olisi vasta jälkikäteen havaittu vääräksi, olisi johtanut selittelyyn. Ilmarinen halusi sen vuoksi aluksi harjoitella itseksensä hiljaa vastuullista sijoittamista. Ilmarinen myöntää, että he arvioivat väärin sen, kuinka paljon vastuullinen sijoittaminen kiinnostaa julkista yleisöä ja mediaa sekä sen kuinka paljon siitä voi ja kannattaa ylipäänsä puhua. Media on kommentoinut ja kysynyt Ilmariselta, minkä takia Ilmarinen on vasta viimeisen neljän vuoden aikana ruvennut puhumaan vastuullisesta sijoittamisesta. Ilmarinen on kuitenkin aina tiennyt, että vastuullinen sijoittaminen on itsessään tärkeää ja hyödyllistä. Ilmarinen noudattaa TELA:n linjauksia vastuullisen sijoittamisen osalta, mutta menee omassa toiminnassaan pidemmälle. (haastattelu Ilmarinen)

TELA:n kannanotot vastuullisuudesta eivät juurikaan poikkea myöskään Elon omista vastuullisen sijoittamisen periaatteista johtuen siitä, että TELA:n kannanotot ovat aina kaikkien eläkeyhtiöiden hyväksymiä. Elon näkökulmasta TELA on hyvä ja neutraali organisaatio ajamaan julkisuudessa oman alan asioita esim. sijoituksissa veroparatiiseista käytävässä keskustelussa. Kirkon Eläkerahastossa on puolestaan todettu, että TELA:n vastuullisen sijoittamisen ohjeet ovat yleisellä tasolla, mikä on toisaalta Kirkon Eläkerahastosta harmillista, mutta toisaalta loogista. Jos ohjeet olisivat tarkemmat, sitoisi TELA jäseniään liikaan. Kirkon Eläkerahastossa toki seurataan TELA:n kannanottoja esim. veroparatiisiasioista. Kirkon Eläkerahastossa koetaan, että TELA voisi tarjota työkaluja vastuulliseen sijoittamiseen. Haastateltu Kirkon Eläkerahaston asiantuntija kokee TELA:lla olevan juuri tässä tärkeä rooli. Toisaalta UNPRI tekee jo juuri tätä eli se on tuonut työkaluja mm. tekemällä rungon vastuullista sijoitussuunnitelmaa tai –ohjetta varten, jota haastateltava on ollut mukana laatimassa. Kyseisessä ohjeessa käydään läpi, mitä asioita pitää huomioida vastuullista sijoitussuunnitelmaa laadittaessa ja kuinka vastuullisen sijoitussuunnitelman voisi muotoilla. Näin se on puolivalmis työkalu, jota jokainen voi jatkokehittää itse. TELA voisi siis ottaa hiukan mallia UNPRI –organisaatiosta. (haastattelu Elo ja Kirkon keskusrahasto)

Eterassa puolestaan koetaan, että TELA voisi kertoa yhteisen kannan aina vastuullisuusasioissa, jos sellainen on saatu luotua. Haastateltu Eteran vastuullisen sijoittamisen asiantuntija kokee, että eläkeyhtiöissä päätöksiä tekevät ihmiset ovat lopulta hyvinkin samanhenkisiä, joten yhteisiäkin kantoja voitaisiin saada enemmän aikaan. Osa yhtiöistä



toki voi olla kunnianhimoisempia esim. tekemällä ulkomaille omistuksiin liittyviä vaikuttamismatkoja ja yrittää kovasti vaikuttaa sijoituskohteena olevan yrityksen vastuullisuuteen. Tämä toki riippuu myös omistuksen suuruudesta vaikuttamisen kohteena olevassa yhtiössä. Isommilla eläkeyhtiöillä mahdollisuudet vaikuttaa sijoituskohteiden toimintaan ovat myös suuremmat kuin pienemmillä. Lisäksi auttaa, jos sijoittajalla on henkilö, joka keskittyy vain tähän aiheeseen, niin silloin on enemmän resursseja puuttua asioihin. Joitakin yhteisiä vastuullisen sijoittamisen periaatteita on haluttu TELA:n puitteissa päättää. Etera on ollut mukana itse vaikuttamassa siihen, millaiset ohjeet TELA:lta on tullut. Haastateltava on kuullut, että hyvin pienet työeläkesäätiöt ja –kassat olisivat toivoneet TELA:n vastuullisen sijoittamisen ohjeista hyvin tiukkoja ja tarkkoja, josta olisi selvinnyt, miten näitä asioita tulee hoitaa. Tämä johtuu siitä, ettei pienillä toimijoilla ole oikein resursseja itse aloittaa kehittää vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja prosessejaan. Eteran mielipide oli taas, että on hyvä jättää enemmän liikkumavaraa, koska alan toimijat ovat sen verran erilaisia ja kokoisia. Lisäksi toimijoilta, kuten Eteralta, löytyvät omat sisäiset ohjeensa, joissa on eroa kuten esim. osassa kielletään tietyt toimialat ja osassa ei. Tästä syystä Etera kokee, ettei TELA:n tarkoitus ole laatia tarkkoja jäsenistöään sitovia vastuullisen sijoittamisen ohjeita. Yhteiset vastuullisen sijoittamisen periaatteet on TELA:n keino näyttää, että sen jäsenet haluavat pitää vastuullisen sijoittamisen periaatteista kiinni. TELA:n viimeaikaiset kannanotot esim. veroparatiisikeskusteluun eivät ole vaikuttaneet Eteran kantoihin tai toimintaan. Veroparatiisiasiassa Eteran toimintaan ei TELA:n kannanotto ole vaikuttanut, koska Eterassa on mietitty jo aiemmin, mitä mieltä he ovat veroparatiisiasiasta. TELA:n kannanotto oli Eteran kannan mukainen. Etera pyrkii siihen, ettei tule kaksinkertaista verotusta. Moninkertaisten verojen eri maihin maksaminen eläkerahoista on Eteran mukaan heidän toiminnantarkoituksen vastaista. Haastateltava olisi toivonut TELA:n tuoneen vielä enemmän esiin seikkaa, että haluttaessa sijoittaa rahastojen kautta on lähestulkoon mahdollonta välttää veroparatiiseja tai sellaiseksi luokiteltuja maita johtuen useiden rahastojen näissä maissa sijaitsevista toimipisteistä. Eläkeyhtiöiden täytyy punnita vaihtoehtoja, koska rahastot tarjoavat enemmän hajautusmahdollisuuksia. Eteran ja muiden eläkeyhtiöiden päätettävissä ei ole, missä maissa rahastot sijaitsevat. Suomessa on toki myös rahastoja. Eteran kohdalla he sijoittavassa Suomessa enemmän suoraan osakkeiden kautta ja toimivat aktiivisena omistajana. Amerikassa ja kehittyvillä markkinoilla rahastot ovat helpompi tapa sijoittaa, koska Eterallakin on rajalliset resurssit ja paikallista tietämystä, jota rahaston kautta voidaan saada. Rahasto on myös keino vaikuttaa ulkomaille omistuskohteisiin, kun Eteran ei tarvitse olla suoraan tekemissä sijoituskohteina olevien yhtiöiden kanssa. (haastattelu Etera)

#### 4.5.2 FINSIF

FINSIF (Finland's Sustainable Investment Forum), johon Varma kuuluu jäsenenä, on keskittynyt käytännön toimintaan ja se järjestää mm. tapahtumia vastuullisuuden tiimoilta. FINSIF:n tapahtumissa on käyty läpi käytännönläheisiä tapauksia ja aiheina ovat olleet mm. pääomasijoitusyhtiöt ja veroparatiisi, joita on käyty asiantuntijaluennoitsijoiden alustusten avulla läpi. Käytännönläheisyys erottaa FINSIF:n TELA:sta, joka puolestaan on enemmän kannanottopohjainen ja periaatetason organisaatio. FINSIF järjestää myös jonkun verran yleisölle avoimia tilaisuuksia vastuullisuudesta. Haastateltava toimii FINSIF:n hallituksessa. Johtuen siitä, että FINSIF:n piirissä on erikokoisia ja erilaisia sijoittajia, on keskustelu erilaista verrattuna TELA:ssa käytävään keskusteluun. Eläkevakuutusyhtiöt ovat siis yleisesti ottaen homogeenisempi joukko kuin FINSIF:iin kuuluvat sijoittajat ylipäänsä. FINSIF:n tarkoituksena ei ole luoda mitään pelisääntöjä tai ohjeita toimijoille vastuullisuudesta tai ottaa kantaa FINSIF:iin organisaationa, koska se on vaikeata huomioiden jäsenkunnan heterogeenisyys. Jos FINSIF antaisi kantoja omana organisaationa, olisi uhka suurien toimijoiden, kuten Varman, Ilmarisen ja Nordean, ohjaavan vaikutuksen FINSIF:iin kantoihin olevan liian suuri. Lisäksi olisi luultavasti vaikea saada aikaan kaikkia mukana olevia sijoittajia tyydyttäviä yhteisiä kannanottoja. Siksi FINSIF on enemmänkin jäsenilleen keskustelufoorumi aiheen tiimoilta. (haastattelu Varma)

Ilmarinen oli mukana perustamassa FINSIF:ä. Haastateltava oli FINSIF:n hallituksen ensimmäinen puheenjohtaja ja edelleen hallituksen jäsen. Ilmarisen kannalta FINSIF:n parasta antia on se, että sen avulla saadaan laajasti suomalaisen rahoitusalan ihmisiä saman pöydän ääreen ja FINSIF pystyy järjestämään neutraalin asemansa vuoksi erilaisia tilaisuuksia helpommin kuin jäsenyrityksensä. Yksi esimerkki onnistuneesta tilaisuudesta FINSIF:ssä on palmuöljystä käyty keskustelutilaisuus, jossa Neste Oil oli toisella puolella ja Greenpeace toisella puolella keskustelun alustajina. Sen lisäksi pöydän ympärillä oli lukuisia salkunhoitajia ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoita. Varsinkin salkunhoitajia oli tullut paljon, mikä oli Ilmarisen vastuullisen sijoittamisen asiantuntijan mukaan mielenkiintoista. Keskustelu käytiin suljetuin ovin ja sovittiin, ettei jälkikäteen voida tunnistaa mitä mieltä kukin on ollut ja mitä tahoja edustaa sekä mediaa ei kutsuttu paikalle. Em. keskustelutilaisuuden tavoitteena oli saada aikaan avoin keskustelu siitä, miksi palmuöljy on hyvä ratkaisu tai vastaavasti miksi se ei ole hyvä ratkaisu. Keskustelun jälkeen jokainen toimija FINSIF:n piirissä teki itsenäisen päätöksen, miten keskustelun jälkeen suhtautui palmuöljyyn. Tämän tyyppiset keskustelut ovat äärettömän hyviä siinä mielessä, että salkunhoitajat ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntijat voivat esittää kysymyksiä molemmille osapuolille, eli edellä mainituille Neste Oilille ja Greenpeaceelle, ja kyseenalaistaa alustajia esiintuomia näkökulmia ja mielipiteitä teemasta. Tästä tilaisuudesta jäi haastateltavalle hyvä olo ja kokemus, että tilaisuus

onnistui myös alustajien kannalta, koska he saivat Suomen suurimpia sijoittajia yhteen saman pöydän ääreen. Ilmarisen mukaan FINSIF:n piirissä käydyt keskustelut ovat todella hedelmällisiä, koska niiden avulla saadaan jaettua hyvää tietoa tuomalla yhteen eri toimijoita. Ulkopuolelle FINSIF näkyy siten, että heillä on yksi avoin seminaari per vuosi. Sen lisäksi heillä on tiedetapaamisia, jonne gradun ja väitöskirjojen kirjoittajia tulee kertomaan omista akateemisista tutkimuksistaan. Lisäksi FINSIF:n piirissä on joi-takin yritystapaamisia. Yhdessä vaiheessa oli niin, että Kansainvälinen järjestön ”Say on pay” edustaja oli kertomassa veroparatiiseihin ja veroraportointiin liittyvistä asioista ja samoin oli erään pörssiyhtiön edustaja kertomassa heidän omasta toiminnastaan. Tämän keskustelun jälkeen jokainen FINSIF:n jäsen mietti, miten tämä näkyy tai pitäisi näkyä oman yhtiönsä salkkuvalinnoissa tai miten tähän pitäisi suhtautua ylipäänsä. Haastateltavan mukaan ne yritykset, jotka ovat vielä suhteellisen alussa vastuullisen sijoittamisen kanssa, saavat aika paljon FINSIF:n toiminnasta irti. Ilmarinen kokee, kuten aika moni muukin, että he ovat vastuullisuusasioissa olleet edellä muita, koska Ilmarinen on harjoittanut vastuullista sijoittamista jo pitkään. Tästä syystä he eivät ehkä saa niin paljon muilta jäseniltä FINSIF:stä, kuten muut saavat. Ilmarisen kannalta suurinta antia ovatkin tapahtumat ja keskustelut. FINSIF:n puitteissa on toki muutamia yhtiöitä, jotka tekevät asioita eri tavalla, kuin Ilmarinen. Tästä Ilmarinenkin voi ammentaa tietoa siitä, mitä toiset tekevät paremmin tai eri tavalla. Tätä kautta voi harrastaa hiukan myös benchmarkkausta. Lisäksi voidaan havaita, että toinen yhtiö tekee asian noin ja paremmin, mutta kannattaako Ilmarisen käyttää siihen resursseja, jos Ilmarisen omat sidosryhmät ovat tyytyväisiä Ilmarisen toimintaan näin. Tätä kautta Ilmarinen on ajatellut, että he pitävät kiinni omasta toimintatavastaan eivätkä lähde sitä muokkaamaan. (haastattelu Ilmarinen)

Elossa puolestaan koetaan FINSIF:llä olevan oma paikkansa siten, että se tuo sekä luo suurelle yleisölle tietoa vastuullisuusteemasta. Niin TELA:n kuin FINSIF:n pääfokus on Elostä tiedottaa vastuullisuusasioista suurelle yleisölle. FINSIF:llä on myös koulutuksellinen rooli mm. mediaa kohtaa, jonka edustajia kutsutaan tilaisuuksiin kuulemaan vastuullisuusasioiden tämän hetkisestä tilasta käymällä samalla läpi eri toimijoiden tapaa harjoittaa vastuullista sijoitustoimintaa sekä sitä, millaisia tuloksia sijoittajista kukin on saanut omalla tavallaan toimimalla. FINSIF:n puitteissa harjoitetaan Benchmarkkausta toisten alantoimijoiden tekemisistä sekä seuraamalla toisten toimijoiden tekemistä muuten. Elo on osallistunut FINSIF:n toimintaan myös siten, että haastateltava on kirjoittanut FINSIF:n blogiin. Kyseisessä blogissa jäsenistö voi tuoda esiin ajan-kohtaisia vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä aiheita. (haastattelu Elo)

Kirkon Eläkerahaston mukaan FINSIF perustettiin ratkaisemaan sijoitusalan haastetta koskien vastuullista sijoittamista. FINSIF:n jäsenistössä vastuullisen sijoittamisen osalta voidaan olla samaa mieltä pääasioista. Sen sijaan käytännön toteutuksen jokainen toimija valitsee itse ja siihen liittyvän toimintamallin. Yhteneväinen mielipide jäsenis-

tön keskuudessa on myös siitä, että vastuullinen sijoittaminen on hyvää riskienhallintaa ja sillä voidaan tehdä jopa parempaa tuottoa verrattuna ns. normaaliin sijoittamiseen. FINSIF itse ei siis laadi kannanottoja vaan kerää sijoittajat yhteen sekä levittää tietoa. Jokainen sijoittaja itse päättää, mitä tällä tiedolla tekee. FINSIF järjestää lisäksi vastuullisesta sijoittamisesta tapahtumia. Tapahtumissa tulee asiantuntijoita ja jäseniä paikalle. Seminaarissa kuunnellaan, opitaan ja keskustellaan aina kustakin teemasta. Tilaisuuksien jälkeen jokainen voi sitten tykönään pohtia oman sijoitussalkkunsu sisältöä uuden tiedon valossa. FINSIF:n puitteissa järjestettiin Kirkon Eläkerahaston tiloissa tilaisuus koskien veroparatiiseja lokakuussa 2013. Syy seminaarin pitämiseen oli se, että veroparatiisi asiasta keskustellaan paljon ja samalla kuitenkin tiedetään aika vähän siitä sekä siihen liittyvistä määritelmistä. Kirkon Eläkerahasto on kokenut nämä tilaisuudet hyödyllisenä ja opettavaisina. (haastattelu Kirkon keskusrahasto) Etera kokee puolestaan, että FINNSIF voisi esim. tarjota puitteet keskustelulle kaivosteollisuudesta järkevän ja vastuullisena sijoituskohteena eläkeyhtiöille ja muille sijoittajille. Eterassa koetaan myös, että FINSIF on järjestönä sellainen, joka voi ottaa kantaa vastuullisuusasioissa paremmin, kuin esim. Etera yksittäisenä eläkesijoittajana. (haastattelu Etera)

#### **4.6 Kansalaisjärjestöjen ja median merkitys vastuullisessa sijoitustuominnassa**

Varma kokee, että kansalaisjärjestöjen raportit voivat olla välillä todella hyviä johtuen siitä, että kansalaisjärjestöt tekevät pohjatyötä esim. tutustumalla tuotanto-olosuhteisiin paikanpäällä kehitysmaissa jne. Esimerkiksi FinnWatch oli tutkinut appelsiinimehujen tuotanto-olosuhteita paikanpäällä. Tämän kaltaiset raportit tuovat jopa sijoittajille lisätietoa siitä, miten yritykset toimivat. Lisäksi kansalaisjärjestöt tutkivat sijoittajien, kuten eläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkkuja. Varmalla on periaate, että kansalaisjärjestöjen kritiikkiin vastataan aina. Jos on jotain korjattavaa omassa toiminnassa, niin Varma reagoi näihin. Veroparatiisikeskustelun ja asepteollisuuden osalta ei Varmassa tällä hetkellä koeta olevan heidän omien sijoitustensa osalta korjattavaa. Varman sijoitustoimintaan esitetyllä kritiikillä ja raportoinnilla ei ole vaikutusta, jos se ei vastaa todellisuutta ja ei ole asiapohjalta laadittua. Veroparatiisikeskustelussa on Varmasta hyvä pohtia sitä, että missä menee sijoittajan vastuu ja missä kansainvälisen yhteisön vastuu. Esimerkiksi ratkaisevatko suomalaiset työeläkeyhtiöt sen voiko Caymansaaria käyttää vai pitäisikö tämä ratkaista enemmin, että Suomen valtio harrastaa automaattista tietojenvaihtoa, johon liittyy yhtiöiden avoin omistus, muiden maiden kanssa. Työeläkeyhtiötä vastaan on Varman mukaan helppo hyökätä, mutta Varma kysyy, onko verokeskustelun kannalta se kuitenkin oikea kritiikin kohde? Varman näkökulmasta kritiikkiä toki saa esittää, mutta Varmassa kaivataan asian tiimoilta laajempaa analyysiä. Rahastot toimi-

vat pitkälti veroparatiisimaissa, joille sijoittaja ei voi juurikaan tehdä mitään. Varman mielestä järkevämpää on kyseenalaistaa yhtiöitä, joilla kotipaikka on esim. Bermudalla, vaikka toimintaa on myös muualla. Jos veroparatiiseissa olevia rahastoja ei saisi enää käyttää suomalaisissa eläkesijoituksissa, tulisi tämä luultavimmin johtamaan rahastosi-  
joituksista luopumista omaisuusluokkana tyystin. Samassa yhteydessä tulisi arvioida, mitä tällä veroparatiisikeskustelulla sijoittajien osalta lopulta haetaan tai tavoitellaan. Puhuttaessa sijoituskohteista veroparatiiseissa on esitetystä kritiikistä puuttunut vaihto-  
ehtojen esittäminen nykyisille sijoituskohteille. Esim. hedge-rahastot ovat lähes kaikki Caymansaarilla. Tarkoitetaanko veroparatiisikeskustelulla siis sitä, ettei jatkossa tulisi sijoittaa laisinkaan hedge-rahastoihin? Varma kokee, että yksi keino ratkaista veropara-  
tiisijoituksiin liittyvä problematiikkaa voisi olla OECD:n piirissä tehtävät valtioiden väliset verosopimukset ja laatia standardi rahastojen hyvälle veronmaksulle. Varman mukaan Caymansaarien hyvänä puolena on eläkevakuuttajien osalta se, että ne mahdol-  
listavat sellaisen rakenteen, etteivät eläkevakuutusyhtiöt maksa veroa muualle kuin Suomeen. Näin ei siis tule kaksinkertaista verotusta, joka on se suurin syy tämän kaltaisille sijoituskohteille. Se on syy osittain sijoituksille veroparatiiseissa. Varmalla itsel-  
lään ei ole mitään intressejä kiertää veroja. Varmassa ei ole mitään tulokseen perustuvia bonusjärjestelmiä vrt. esim. IBM ja muutamat muut yhdysvaltalaiset pörssiyhtiöt, jotka ovat tuloksentekomielessä hyödyntäneet aggressiivista verosuunnittelua veroparatiisien avulla ja näin ollen parantaneet tulosta sekä samalla johtajien tulosbonuksia. On toinen keskustelu sitten se, tuetaanko ylipäänsä koko yritystoimintaa Caymansaarien tapaisissa veroparatiisivaltioissa. Secret jurisdiction on ollut veroparatiisien tyypillinen piirre, eli siellä ei ole ollut tietojenantovelvollisuutta niin laajasti. Toki voidaan kritisoida rahasto-  
jen käyttämistä veroparatiiseissa, joka epäsuorasti tukee veroparatiisien muuta toiminta-  
ta. (haastattelu Varma)

Ilmarinen kokee, että kansalaisjärjestöiltä tulee vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä kyselyitä ja painetta. Nämä kyselyt ovat ennemminkin aina tiettyyn teemaan liittyviä, joilla kansalaisjärjestöt haluavat nostaa esiin julkiseen keskusteluun heidän ongelmako-  
dikseen kokemia asioita. Tässä syystä kansalaisjärjestöt esittävät tähän teemaan liittyviä tarkempia kysymyksiä ja pyrkivät näin saada informaatiota asian tilasta. Ulkopuolelta tuleva paine kehittää vastuullisen sijoittamisen prosesseja koetaan Ilmarisessa hyväksi. Ilmarisella on hoidettavanaan yhteisistä varoista kerätty sijoitusvarallisuus, jonka hoi-  
dosta heillä on vastuu. Asiaan vaikuttaa myös se, etteivät työntekijät pysty vaikuttamaan siihen mihin yhtiöihin heidän palkastaan kerätyt eläkemaksut sijoitetaan. Yrittäjät voi-  
vat vapaasti valita eläkeyhtiönsä, kun taas työntekijät eivät. Tätä kautta on Ilmarisesta hyvä, että eläkeyhtiöt kertovat omasta sijoitustoiminnastaan ja sen taustalla vaikuttavista periaatteistaan. Ilmarinen ei perustele yksittäisten sijoitustensa osalta sijoitus päätök-  
sien taustalla vaikuttavia syitä tai kommentoi yksittäisiin sijoituksiin liittyviä asioita. Tämä linjaus on tehty siksi, että yksityiskohtaisempi sijoitusten kommentointi on re-

surssien kannalta järkevää. Ilmarisen sijoitusomaisuus on yli 30 miljardia euroa ja se on jakautunut useisiin eri yrityksiin, joten tätä kautta jokaisen sijoituksen osalta kommentointi olisi paljon resursseja vaativaa. Globaalisti Ilmarinen on pieni sijoittaja. Suomessa Ilmarinen on institutionaalisenä sijoittaja suuri. Jos Ilmarinen kommentoi liian yksityiskohtaisesti sijoituksiaan jossain omistamassaan suomalaisessa yrityksessä, tämä kommentti voisi vaikuttaa yrityksen pörssiarvoon. Tällöin seuraamuksena voisi olla Finanssivalvonnan syytös osakekurssien manipuloinnista. Tämänkaltaiset tilanteet Ilmarinen haluaa ehdottomasti välttää. Tästä syystä Ilmarinen ei halua aiheuttaa markkinahäiriöitä kumpaankaan suuntaan mahdollisien kommenttiansa kautta. (haastattelu Ilmarinen)

Tähän mennessä kansalaisjärjestöjen ja julkisen keskustelun esittämällä kritiikillä ei ole ollut vaikutusta Ilmarisen omiin sijoituspäätöksiin ja omistajapoliittisiin linjauksiin, koska Ilmarisen salkusta ei ole löytynyt esim. kritisoituja israelilaisia pankkeja. Julkinen keskustelu voi vaikuttaa epäsuorasti sitä kautta, että lainsäätäjä kiinnostuu muuttamaan sen perusteella lakeja. Esim. on ollut keskustelua veroparatiiseista ja siitä, pitäisikö lainsäädännöllä niihin sijoittamista rajoittaa? Ilmarisen mukaan veroparatiisikeskustelu on haasteellinen, koska eläkeyhtiö ei maksa lähtökohtaisesti veroja. Ilmarisen kaltaiset yhtiöt eivät muutenkaan maksa sijoitustoiminnastaan veroja, joten sijoituskohteen, esim. rahaston, rekisteröintimaalla tai sijainnilla ei ole näille yhtiöille sinällään mitään merkitystä, koska sillä ei ole Ilmariselle minkäänlaista verohyötyä tai -haittaa. On haasteellista, miten kertoa em. asetelman julkiselle yleisölle. Sinänsä tämä on Ilmarisen mukaan positiivinen asia, koska jos eläkeyhtiöt maksaisivat sijoituksistaan veroja, jouduttaisiin eläkemaksuja nostamaan. Ilmarisen kanta ei ole, ettei koskaan pitäisi maksaa veroja. Ilmarinen näkee, että infrastruktuuria rasittavien yritysten on perusteltua maksaa veroja. Suomessa toimivat rahastoyhtiöt maksavat veronsa Suomeen mm. yhteisöveroina ja työntekijöistä erinäisinä veroina. Näin kuuluukin Ilmarisesta olla. Ilmarinen kokee, että veroparatiisien sijaan pitäisi keskustella enemmän siirtohinnoittelusta ja konsernin sisäisistä lainoista, josta ei ole pahemmin keskusteltu. Ne ovat Ilmarisesta huomattavasti paljon isompi ongelma, kuin veroparatiiseissa sijaitsevat rahastot. Niillä nollataan tulosta, joka on sijoittajille haasteellinen tilanne, koska osinkotuottaja jää saamatta. Ilmarisen mielestä tähän ongelmaan pitäisi keskittyä eikä niinkään keskustella mihin joku rahasto on rekisteröity, koska sillä ei ole suomalaiselle eläkkeensaajalle mitään merkitystä. Itse asiassa eläkkeensaajalle on sen parempi, että mitä vähemmän rahastoyhtiö itsessään joutuu maksamaan veroja hallinnollisista asioista. Tämä ei jostain syystä nouse julkiseen keskusteluun, vaan puhutaan mieluummin siitä, että eläkeyhtiöt pyrkisivät tehdä veronkiertoa. FinnWatch julkaisi vuonna 2010 raportin Eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan vastuullisuudesta. Ilmarisen - ja Varman - kannan mukaan raportti sisälsi epätarkkuuksia ja raportin laadinta ei täyttänyt tutkimuseettisiä kriteerejä. Tästä kritiikistä viisastuneena FinnWatch on laatinut tutkimuseettiset säännöt itselleen, jota he noudattavat omassa raportoinnissaan. Ilmarista ei esitetty kritiikki sinällään haittaa vaan se, ettei ole

esim. FinnWatchin osalta aina noudatettu tutkimuseettisiä sääntöjä, kuten ei ole annettu mahdollisuutta oikaista virheellisiä tietoja jne. Ilmarinen kokee, että kansalaisjärjestöjen kysymykset esim. koskien veroparatiiseja ovat hyvä asia. Eläkeyhtiöt ovat sen verran isoja toimijoita, että niiltä kuuluukin kysellä vastuullisuudesta ja kyseenalaistaa niiden toimia. Eläkeyhtiöillä on tämän kritiikin ja kysymysten avulla mahdollisuus kehittyä ja kehittää toimintaansa. Ilmarinen tiedostaa, ettei heidän vastuullisen sijoittamisen toimensa ole täydellisiä ja aina löytyy parannettavaa. Ulkopuolelta tuleva paine tämän suhteen koetaan hyväksi, etteivät uudistukset ole vain Ilmarisen vastuullisen sijoittamisesta vastaavien henkilöiden kontolla. Sen lisäksi Ilmarinen on FinnWatchin kanssa todennut molemmin puolin, että he ovat tietyistä vastuullisen sijoittamisen kysymyksistä eri mieltä. Tämä on Ilmarisen kannalta hyväksyttävä asiantila. (haastattelu Ilmarinen)

Elo lähtee siitä, että he haluavat tehdä mahdollisimman paljon yhteistyötä kansalaisjärjestöjen - esim. FinnWatchin - kanssa. Elolla ei ole tavoitteena olleenkaan pimittää tietoja kansalaisjärjestöiltä. Elo haluaa kertoa, miten Elo näkee eri vastuullisuusasiat. Elo itse ja Elon mukaan kansalaisjärjestöt ovat kokeneet Elon kanssa keskustelemisen hedelmälliseksi, joka on ollut avointa ja avuliasta vastuullisuusasioissa. Välillä on ollut erimielisyyksiä esim. monialayhtiöiden vastuullisuudesta. Tämä on näkökulmaero, johon ei sinällään voi vaikuttaa. Lopulta arviointi mahdollisesta epävastuullisuudesta jää eri raportteja ja aiheesta tehtyjä uutisia lukevalle kansalaiselle. Elolla on iso eläkesijoituspotti sijoitettavana, joka tulee sijoittaa tuottavasti ja turvaavasti. Elo tavoittelee hyvää tulosta ja samalla haluaa huomioida vastuullisuusnäkökulman sijoituksissaan. Asiakkaiden tyytyväisyys on Elolle tärkeää. Elo näkee, ettei esim. FinnWatchin julkaisema informaatio ole lähtökohtaisesti virheellistä, vaan se on eri näkökulma asiaan. Elo kokee, ettei heillä ole varaa olla vastuullisuusasioissa huonompia kuin muut. Koko ajan on pakko parantaa omaa toimintaa vastuullisuusnäkökulmasta. Koko ajan tulee esiin uusia keskusteluaiheita samalla kun vanhoja saadaan käsiteltyä. Aina on varmaan epäkohtia prosesseissa puolin ja toisin, jotka eivät liity suoraan Eloon. Esim. pörssiyhtiöillä on laillista olla rahoitusyhtiö ulkomailla esim. Hollannissa. Tällaisissa tapauksissa yritys rahoittaa kaiken toimintansa Hollannin kautta ja jättää kaikki verot Suomessa maksamatta. Tämä ei ole veronkiertoa suuren yleisön mielestä. Sen sijaan Elon sijoitus esim. USA:han jonkun rakenteen kautta, joka toimii veroparatiisissa esim. Caymansaarilla, on tuomittavaa veronkiertoa suuren yleisön mielestä. Tässä järjestelyssä Eloa ei verotettaisi USA:ssa vaan voitto tuotaisiin Suomeen, jossa siitä maksettaisiin verot. Caymansaarilla ja Suomella on verosopimus, joten Elo ei koe pimittävänsä mitään. Elo ihmettelee, miksei suuri yleisö oikein ymmärrä tätä asiaa ja kokee veroparatiisikeskustelun olevan väärillä raiteilla. Eri asia ja keskustelun paikka on sitten se, mihin managerit laittavat omat voittonsa, joiden kautta Elo on sijoittanut esim. Yhdysvaltoihin. Siihen Elolla voi olla jollain aikavälillä mahdollisuus vaikuttaa, mutta voi olla hankalaa mennä arvostelemaan toisten yhtiöiden toimintaa. FinnWatchin ja muiden esittämään kritiikkiin ei

Elon mukaan tule lamaantua, jos omat arvot ovat kohdillaan ja ne pystytään perustelemaan. Silloin Elon kaltaisella sijoittajalla ei pitäisi olla mitään selittämisen tarvetta. Vahinkoja sattuu myös Elolle ja sitä he eivät kiellä. Varsinkin Elon kaltaisen fuusion yhteydessä voi eri tapojen implementoinnin yhteydessä tapahtua virheitä. Media ja kansalaisjärjestöt vaikuttavat julkisella keskustelulla epäsuorasti Elonkin sijoituspäätöksiin riippumatta ovatko he oikeassa vai väärässä. Esiin nostettu kritiikki vaikuttaa, olipa se kuinka relevanttia tahansa. Median rooli on tärkeä ja se on järkyttävän vahva tekijä esim. veroparatiisikeskustelussa. (haastattelu Elo)

Kirkon Keskusrahaston sijoituspäätökset ovat tarkan julkisen arvioinnin kohteena, koska Kirkon Keskusrahastossa hoidetaan kirkon työntekijöiden eläkkeitä. Keskusrahaston toiminta liittyy julkisessa keskustelussa yhteen muiden kirkon toimijoiden kanssa. Sijoituksista puhuttaessa yhdistetään rahasto ja itse ev.lut. kirkko. Jos lehdissä on ikäviä uutisia koskien eläkerahastoa ja sen sijoituksia, arvioidaan uutista kirkkonäkökulmasta eikä eläkerahastonäkökulmasta. On jopa ollut havaittavissa tilastoista negatiivisten uutisten ja kirkosta eroamisen välistä riippuvuutta. Tällä on epäsuoravaikutus Kirkon Keskusrahaston ja Kirkon toimintaan, seurakuntien rahoitukseen ja sitä kautta työntekijöiden palkkaamiseen. Julkisen keskustelun ja kansalaisjärjestöjen luoma ulkopuolinen kritiikki sekä esiin tuoma keskustelu koetaan Kirkon Eläkerahastossa todella merkittäväksi. Viimeisen kahden vuoden aikana on ollut enemmän keskustelua yritysten vastuullisuudesta ja sijoittajien vastuullisuudesta. FinnWatchilla on ollut kestävän kehityksen ohjelma ja siihen liittyvät raportit ovat olleen hyvin mediassa esillä. Kirkon Eläkerahastossa koetaan, että kiinnostusta seurata asioita selvästi siis on. Ylipäänsä on hyvä Kirkon Eläkerahaston mukaan, että kansalaisjärjestöt herättävät keskustelua, koska se tuo muutosta. Tärkeintä olisi saada sijoittajia ja yrityksiä tekemään sitä, mistä he puhuvat. Tutkiva journalismi pitää olla laadukasta. Helposti ratsastetaan iskevilla otsikoilla tyyliin: ”Kirkko sijoittaa ydinaseisiin”. Faktat pitää olla aina kunnossa ja ne tulee tarkistaa. Haasteena on myös se, ettei tutkiva journalisti ole sijoitusalan ammattilainen. Esim. keskustelu rahastojen rekisteröintipaikasta ja mitä se käytännössä tarkoittaa, on iso asia veroparatiisikeskustelussa. FinnWatchista haastateltava tapasi edustajan, jonka kanssa keskustelussa kului tunti siihen asiaan, että Luxemburgissa sijaitseva rahasto sijaitsisi veroparatiisissa. Keskustelussa käytiin läpi sitä, mitä tämä Luxemburgiin rekisteröinti tarkoittaa. Esim. Nordean ja Dansken rahastoista suurin osa on Luxemburgiin rekisteröityjä ja näitä löytyy myös Kirkon Eläkerahastolta. Kirkon Eläkerahasto ei saa tästä välttämättä edes mitään hyötyä, että rahasto on rekisteröity Luxemburgiin, koska se voi olla kalliimpaa rekisteröityä sinne. Rahastoilla on omat hallinnolliset syynsä sijaita Luxemburgissa ja lisäksi näin muut kansainväliset asiakkaat pääsevät sijoittamaan näihin rahastoihin. Veroparatiisikeskustelu ei ole sinänsä muuhun verrattuna koettu Kirkon Eläkerahastossa sen hankalampana. Kirkon Eläkerahasto maksaa kaikki veronsa Suomeen. Tärkeämpää on se, missä maassa rahaston sijoituskohteet ovat kuin itse rahaston



rekisteröintimaa. Lisäksi tärkeämpää on se, miten yritykset valitaan rahastoon. (haastattelu Kirkon Keskusrahasto)

Kirkon Eläkerahastossa koetaan, että kritiikki ja keskustelu ovat osa maineenhallintaa. Maineenhallinta koetaan heille todella tärkeäksi. Jos Eläkerahastoa lähestytään kysymyksellä mahdollisesta epäeettisestä toiminasta heidän omistamassaan yrityksessä, he reagoivat asiaan välittömästi. Tällaisessa tilanteessa Eläkerahasto pyrkii selvittämään omaa sijoitussalkkuaan ja selvittää, löytyykö sieltä mahdollisia ongelmayrityksiä. Kirkon Eläkerahasto pyrkii aina vastaamaan parhaalla mahdollisella tavalla kyselyihin. Eläkerahastolla ei ole mitään syytä olla noudattamatta avointa tiedostuslinjaa, koska heillä ei ole kilpailijoita. Tästä syystä heidän toimintansa on täysin avointa ja pyydettyessä on saatavissa tieto kaikista heidän sijoituksistaan. Kirkon Eläkerahastolle mikään aihe ei ole sellainen, ettei siihen pysty vastaamaan. Kirkon Eläkerahasto haluaa etukäteen tavata eri kansalaisjärjestöjen edustajia, että raportteihin tulisi todenmukainen kuva Eläkerahaston toiminnasta. Kirkon Eläkerahasto tekee aina parhaansa selvittääkseen sijoituskohteiden taustoja, vaikkei se valitettavasi aina ole mahdollista. Ydinasekeskustelu on ollut yksi viime vuosien teemoista, jonka osalta Kirkon Eläkerahasto on tutkinut omat sijoituksensa. Tämän tutkimisen avulla havaittiin sijoitussalkussa olevan erilaisia linkkejä ydinaseisiin monialayritysten kautta. Haasteeksi havaittiin tässä tutkimuksessa se, että Eläkerahasto omistaa passiivista indeksirahastosalkkua, jossa on osakepuolella sijoituksia indeksituotteissa. Tätä kautta indeksirahastoon sijoittamalla sijoittajalla on siivu koko markkinaa kaikilta toimialoilta sijoitussalkussaan. Syy kyseisen indeksirahaston valintaan on se, että sitä on käytetty yhtenä sijoitustapana sekä tärkeänä työkaluna allokointiin ja painottamaan eri markkinoita markkinatilan mukaan mahdollisimman kustannustehokkaasti. Juuri vuodenvaihteen 2013–2014 jälkeen Kirkon Eläkerahasto solmi uuden sopimuksen indeksirahastosta. Aiemmin syksyllä 2013 oli käyty pitkä kilpailutusprosessi, jonka avulla oli etsitty indeksituotteen palveluntarjoajia. Tätä kautta Eläkerahasto löysi palveluntarjoajan, joka sulkee pois kiistanalaiset yritykset sijoituksien ulkopuolelle. Aiemmin tämänkaltaisia palveluntarjoajia ei ole ollut eurooppalaisille sijoittajille tarjolla. Nyt tämän kilpailutuksen myötä Eurooppaan on perustettu indeksisarja, joka on jo aiemmin Yhdysvalloista ollut olemassa. Toinen syy siihen, että vastuullisesti toimiva indeksirahasto löydettiin vasta tässä vaiheessa, oli se, ettei Kirkon Eläkerahasto ole ollut valmis maksamaan kaksinkertaista hintaa vastuullisesti sijoittavasta sijoitusrahastosta. Sijoittaminen kalliimmalla tavalla ei ole Eläkerahastosta vastuullista ja siksi oikeanlaista rahastoa odotettiin. (haastattelu Kirkon keskusrahasto)

Kansalaisjärjestöjen esittämällä kritiikillä ei ole suoraa vaikutusta Eteran sijoituspäätöksiin. Kansalaisjärjestöjen, kuten FinnWatch, ja median esittämä kritiikki vaikuttaa enemmän siten, että maineriski lisääntyy. Media ja kansalaisjärjestöt nostavat esiin myös asioita, jotka eivät ole Eteran näkökulmasta niin ongelmallisia. Kansalaisjärjestöistä puhuttaessa on hyvä muistaa, että esimerkiksi FinnWatch ei ole objektiivinen jär-

jestö ilman omia mielipiteitä. Etera joutuu miettimään omaa suhtautumistaan tapauskohtaisesti mahdolliseen julkisuuteen tulleeeseen kritiikkiin. Tällöin Etera joutuu pohtimaan, millä voidaan kritiikistä huolimatta perustella sijoitus jossakin yrityksessä. Asiaa voidaan perustella niin, ettei Etera koe yrityksen ongelmaa liian suureksi. Voidaan myös todeta, että sijoituskohteena oleva yritys tekee jotain ongelman hoitamiseksi ja tätä kautta Etera voi jatkaa kyseiseen sijoituskohteeseen sijoittamista. Etera on noudattanut tapaa, ettei se ole lähtenyt oikomaan tai kiistämään julkisesti virheelliseksi kokemaansa informaatiotaan. Mikäli kansalaisjärjestö tai muu vastaava taho lähestyy Eteraa tietojen kyselyllä, Etera kertoo sitä koskevat tietonsa. Edellytyksenä on, ettei tieto koske salassa pidettävää tietoa, kuten esimerkiksi sisäisiä dokumentteja, tai tietoa yksittäisestä yrityksestä. Esimerkiksi Etera on vastannut aikoinaan avoimesti kyselyyn siitä, onko se ollut sijoittajana Talvivaarassa ja todennut, ettei ole ollut. Kommentointiin vaikuttaa myös se, että pörssiyrityiden osalta tiedot suurimmasta pörssiyrityksestä löytyvät joka tapauksessa julkisesti esimerkiksi yhtiöiden Internet-sivuilta. Eterassa on havaittu, että esimerkiksi veroparatiisikeskustelun osalta mediassa on ollut virheellistä informaatiota. Sen korjaaminen median kautta on hankalaa ja Eterassa halutaan mieluummin, että asiaa kommentoidaan esim. TELA:n eikä yksittäinen eläkevakuutusyhtiöiden toimesta. Mieluummin Etera laatii tämänkaltaisissa asioissa yhteisen kannanoton muiden eläkevakuutusyhtiöiden kanssa, jos eläkevakuutusyhtiöt ovat jostakin asiasta samaa mieltä. Eteralla on periaate muutenkin, ettei yksittäisiä sijoituksia lähdetä kommentoimaan oli sitten kyseessä taloudelliset seikat tai vastuullisuusasiat. Tämä koetaan Eterassa hyväksi Eteran ja sijoituskohteena olevan yrityksen välisen kommunikaation kannalta, koska näin toimiessa luottamus sijoituskohteena olevan yrityksen ja Eteran välillä säilyy paremmin. Etera haluaa keskustella asioista suoraan yrityksen kanssa tuomatta asiaa esiin median kautta. Etera kokee, että mahdollisten virheellisten tietojen korjaaminen median kautta ainoastaan takaisi keskustelun jatkumisen ja sen, että aihe pysyy mediassa. Eterassa on havaittu veroparatiisikeskustelun olevan kansalaisjärjestöjen ja median kautta pinnalla. Eteraa on myös lähestytty kyselyllä aiheesta FinnWatchisin toimesta. Yleisesti ottaen veroparatiisikeskustelussa on Eteran mukaan väärinkäsityksiä sekä osittain on haluttu provosoida. Sitä kautta saadaan helposti aikaiseksi otsikoita lehdistössä ja mediassa ylipäänsä. Otsikoista ei käy ilmi todellinen asia laita. Otsikkotasolla voi tulla se käsitys, että Etera ja muut eläkeyhtiöt olisivat jättäneet veroja maksamatta tai niitä olisi jopa kierretty. Todellisuudessa asian laita on ollut sellainen, että toiminta on kaiken lainsäädännön mukaista ja valtiot ovat hyväksyneet sen, että tällä tavoin voidaan toimia. Eläkeyhtiöillä on yksityishenkilöiden kanssa sama tavoite eli kaksoisverotuksen välttäminen. Tästä syystä Eteran mukaan keskustelussa olisi kyettävä erottamaan verosuunnittelu ja veronkierto toisistaan. Tämä määrittelee sitten sen kysymyksen, onko toimittu laitomasti vai ei? (haastattelu Etera)

## 5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän Pro gradu –tutkielman tavoitteena on ollut tutkia sijoitustoiminnan vastuullisuutta Suomessa ja tarkemmin eläkesijoittajien sijoitustoimintaa vastuullisuutta. Olen pyrkinyt työssäni selvittämään, kuinka eläkevakuutusyhtiöt ja muut eläkesijoittajat määrittelevät vastuullisen sijoitustoiminnan käsitteen ja kuinka vastuullinen sijoittaminen vaikuttaa heidän sijoitustoimintaansa. Aiheeseen ja siitä kirjoitettuun kirjallisuuteen tutustuessa jo selvisi, että vastuullinen sijoitustoiminta on siis ollut kehittyvä trendi viimeiset parisenkymmentä vuotta. Viimeisen kymmenen vuoden aikana toiminta on valtavirtaistunut ja laajentunut koskemaan mm. Suomessa kaikkia eläkevakuuttajia. Vastuullisesta sijoittamisesta on julkaistu jonkin verran tutkimuksia niin Suomessa kuin ulkomailla. Tätä kautta aihe on ollut ja tulee olemaan erilaisten lisätutkimusten kohteena. Omalta osaltani olen pyrkinyt vastaamaan asettamiini tutkimuskysymyksiin keräämäni informaation avulla.

### 5.1 Tulokset ja tulosten tarkastelu

Tässä tutkielmassa haastateltiin sijoittajina Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varmaa, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarista, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Eloa ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Eteraa, sekä lisäksi haastateltiin Evankelisluterilaisen kirkon työntekijöiden eläketurvasta vastaavaa Kirkon keskusrahastoa ja tarkemmin Kirkon Eläkerahastoa. Näistä neljä ensimmäistä ovat eläkevakuutusyhtiöitä ja Kirkon Eläkerahasto on eläkelaitos. Kukin näistä toimijoista on hiukan erikokoinen ja sen kautta ovat myös sijoitustavat olleet jokaisessa hiukan erilaisia, vaikka paljon yhteneväisyyksiäkin löytyy. Ensimmäisenä teemana tutkin, kuinka jokainen näistä sijoittajista määrittelee vastuullisen sijoittamisen käsitteen. Tämän suhteen vastaukset olivat kutakuinkin yhteneväisiä sen suhteen, että kaikki käyttävät aihealueesta puhuttaessa nykyään termiä vastuullinen sijoittaminen eettisen sijoittamisen sijaan. Tämä johtuu siitä, että vanhempi termi eettinen sijoittaminen koetaan arvolatautuneeksi ja noudattavan jotakin tiettyä eettistä mallia, jollaista ei eläkesijoittajilla suoranaisesti ole. Toinen syy terminmäärittelyyn vastuulliseksi sijoittamiseksi on se, että eettiseen sijoittamiseen sisältyy osana ajatus tuoton toissijaisuudesta. Eläkesijoittajia säätelee Suomessa lain perusteella velvoite sijoittaa tuottavasti ja turvaavasti saamansa varallisuus. Tästä syystä eläkesijoittajat kokivat aiemmin käytössä olleen eettisen sijoittamisen käsitteen olevan hankala, koska eläkesijoittajat kokivat sen sisältävän juuri tämän tuoton toissijaisuuden vuoksi selkeän ristiriidan tuottavan ja turvaavan sijoittamisen kanssa. Jokaisella sijoittajalla on olemassa jossain muodossa vastuullisen sijoittamisen peruseriaatteen, jotka on hyväksytetty yhtiön tai organisaation johdossa. Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan

yleisesti sitä, että ESG-asiat tulee ottaa huomioon päätöksenteossa taloudellisten lukujen lisäksi. Riippuen sijoittajasta sijoituskohteen vastuullisuutta on tutkittu eri tavoin. Useimmat näkevät vastuulliselle sijoittamiselle luovan pohjan lainsäädäntö ja kansainväliset sopimukset kuten UNPRI-periaatteet, jotka kaikki haastatellut sijoittajat ovat allekirjoittaneet.

Haastatellut sijoittajat kokevat vastuullisuuden merkityksen kasvaneen entisestään sijoitustoiminnassa. Haastatteluiden avulla selvisi, että sijoittajat ovat olleet sijoituskohteina olevia yrityksiä jäljessä vastuullisessa sijoittamisessa. Tätä eroa on kurottu viimeisen vuosikymmenen aikana umpeen ja nyt varsinkin eläkesijoittajien keskuudessa vastuullinen sijoittaminen on pääsääntö ainakin Suomessa. UNPRI-periaatteiden ja kansalaisjärjestöjen toiminnan koetaan olleen viimeisten vuosien aikana tehokas tekijä viemässä vastuullisuutta eteenpäin ja kannustaneen jokaista toimijaa tarkistamaan omaa sijoitustoimintaansa. Suomessa on myös sijoittajien keskuudessa perustettu FINSIF foorumiksi, jossa eri vastuullista sijoittamista harjoittavat sijoittajat voivat keskustella ja tutustua vastuullisuuteen avoimesti. Kyseisenkaltaisten foorumien on koettu vieneen vastuullista sijoittamista Suomessa isoja askelia eteenpäin ja lisänneen avoimuutta eri toimijoiden kesken. Kaikilta haastatelluilta eläkesijoittajilta löytyy jossain muodossa vastuullisen sijoittamisen ohjeisto. Osa on julkistanut oman ohjeistuksensa, kuten esim. Varma ja osalla ohjeistus on sisäisessä käytössä. Kaikilta haastatelluilta sijoittajilta löytyy vastuullisuuteen liittyvää materiaalia omasta julkisesta materiaalista. Riippuen sijoittajasta se on laajempaa tai suppeampaa. Omistajapolitiikka on useimmille se ylin ohjaava sopimus, jolle vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat alisteisia.

Vastuullinen sijoittaminen näkyy kyseisillä eläkesijoittajilla siten, että jokaisella on omia prosessejaan vaikuttaa sijoituskohteidensa vastuullisuuteen. Lähtökohtaisesti jokainen haluaa vaikuttaa ensiksi sijoituskohteeseen siten, että toiminta saataisiin korjattu vastuulliseksi mahdollisten rikkomusten havaitsemisen jälkeen. Ensisijaisesti ei siis olla luopumassa sijoituksesta ainakaan heti. Vastuullinen sijoittaminen on useilla sijoittajilla osa riskienhallintaa, jota harjoitetaan normipohjaisen tarkastelun kautta. Eli potentiaalisia sijoituskohteita arvioidaan itse ja vastuullisuuskonsulttien avulla ja pyritään havaitsemaan mahdollisia vastuullisuusrikkomuksia, joista voi jollakin aikavälillä seurata myös sijoituksen arvoon vaikuttavia vaikutuksia. Tätä kautta vastuullinen sijoittaminen koetaan positiivisen vaikuttamisen lisäksi sijoittajalle riskienhallinnan kannalta muutenkin järkeväksi. Isoimmilla yhtiöillä on olemassa erikseen vastuullisen sijoittamisen asiantuntija, joka tukee sijoituspäätöksiä tekeviä salkunhoitajia vastuullisuusasioissa. Erillisistä asiantuntijoista huolimatta näissäkin yhtiöissä lopulliset sijoituspäätökset tekee salkunhoitaja saamansa taloudellisen ESG-informaation perusteella. Osalla yrityksistä on käytössä myös erillistä ESG-analyysiä, jolla pyritään tarjoamaan lisätietoa sijoituspäätöksen tekemisen tueksi. Yhtiöistä Elolla on olemassa oma prosessinsa, jossa käydään yhtiöitä läpi ja selvitetään niiden vastuullisuutta. Tämä on oma sisäinen arvio, jon-

ka perusteella sijoituspäätösten teko on helpompaa, kun yhtiöiden vertailu on tehty selkeämmäksi. Haastatelluista sijoittajista Kirkon Eläkerahaston toiminta eroaa merkittävästi siitä, etteivät he tee sijoituskohteiden valintapäätöksiä suoraan vaan he ovat ulkoistaneet sijoituksiaan varainhoitajille ja rahastoille. Kirkon Eläkerahastossa vastuullinen sijoitustoiminta näkyykin juuri näiden yhteistyötahojen valintaprosessissa, jossa he valitsevat varainhoitajista ne jotka noudattavat Kirkon Eläkerahaston asettamia vastuullisen sijoittamisen periaatteita.

Haastatellut suomalaiset eläkesijoittajat tekevät vastuullista sijoitustoimintaa niin positiivisen arvottamisen kuin negatiivisen arvottamisen kautta. Kirkon Eläkerahastolta löytyy selkeät periaatteet, mihin toimialoihin ei sijoiteta. Muiden eläkesijoittajien osalta nämä periaatteet eivät ole niin selkeitä, mutta jokaiselta löytyy periaatteessa aloja, joihin ei olla halukkaita sijoittamaan. Nämä ovat perinteisiä, kuten aseteollisuus. Lisäksi jokainen sijoittaja korostaa kansallisten ja kansainvälisten sopimusten merkitystä, joiden rikkominen on sijoituskohteena olevalta yritykseltä aina tekijä, johon puututaan. Kun sijoituskohteet jo ovat omassa salkussa ja havaitaan rikkomuksia vastuullisuusasioissa, on jokaisella haastatellulla sijoittajalla olemassa oma vaikuttamisprosessi, jonka kautta pyritään saamaan yritys muuttamaan toimintaansa vastaamaan vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Osa yhtiöistä hyödyntää tarkastuksissa vastuullisuuteen erikoistuneita konsultteja, jotka tutkivat sijoitussalkut muutaman kerran vuodessa sekä saattavat tehdä sijoituskohteiden osalta paikanpäällä tarkastuksia. Elolla vastuullisen sijoituksen määrittely perustuu omaan arviointiprosessiin. Muut haastatellut sijoittajat hyödyntävät vastuullisuuskonsultteja arvioinnissa. Itse prosessi vaikuttaa kuitenkin noudattelevan suhteellisen samoja peruseriaatteita.

Haastateltujen eläkesijoittajien osalta selvitettiin myös tietolähteitä, joiden perusteella he määrittelevät sijoituskohteiden vastuullisuutta ja omia vastuullisen sijoittamisen periaatteitaan. Kaikki haastatellut sijoittajat ovat mukana UNPRI-sopimuksen allekirjoittaneissa ja tätä kautta noudattavat niihin liittyviä raportointivelvollisuuksia ja ovat sisällyttäneet periaatteet omaan sijoituspolitiikkaansa. Lisäksi sijoittajat kokevat Global Compactin olevan potentiaaliselle sijoituskohteelle eduksi vaikka sitä ei kukaan edellytäkään sijoituskohteilta. Vastuullisuuskonsultoinnista haastateltavat ovat jakautuneet niihin, jotka hyödyntävät sitä ja niihin jotka eivät. Varma, Ilmarinen ja Etera hyödyntävät GES:n palveluita ja Kirkon Eläkerahasto Ethixin. Elo on haastatelluista yhtiöistä ainoa, joka tekee analyysit itse ilman ulkopuolisia konsultteja. Yhtiöt, jotka hyödyntävät ulkopuolisia vastuullisuuskonsultteja, ovat sopineet sijoitussalkkujensa tarkistamisesta pari kertaa vuodessa. Tässä tarkistuksessa halutaan selvittää, jos jokin sijoituskohteena oleva yhtiö on vastuullisuusasioissa epäilyttävä tai kaipaa korjauksia. Tällaisen yhtiön löytyessä sijoittajan on mahdollista käynnistää oma vaikuttamisprosessinsa ongelman korjaamiseksi.

Yhteiskuntavastuuraportointia ei valtaosassa yhtiöitä hyödynnetä aktiivisesti päätöksenteon tukena haluttaessa arvioida yhtiöiden vastuullisuutta. Ongelmaksi on koettu informaation heikko vertailtavuus toisten yhtiöiden kanssa sekä osittain informaation eri ilmestymissykli taloudellisen informaation, kuten vuosikertomuksen kanssa. Siinä tapauksessa, että vastuullisuusinformaatio on sisällytetty osaksi vuosikertomusta, on sen käytettävyys jo parempi. Elossa yhteiskuntavastuuraportit ovat osittain oman arvioinnin lähteitä. Muissa käyttö riippuu paljolti salkunhoitajasta ja hänen tavastaan tutustua sijoituskohteeseen. Kirkon eläkerahaston osalta heille raportit eivät vaikuta, koska sijoituspäätökset tekevät heidän puolesta varainhoitajat sekä rahastonhoitajat. Yhteiskuntavastuuraporttien kanssa arvojohtajien listat ovat samalla tavalla käytössä tietolähteenä vaihtelevasti eri yhtiöissä. Kyseiset listat eivät suoranaisesti vaikuta sijoituspäätöksiin, mutta niiden avulla saatetaan selvittää lisätietoa jostakin tietystä sijoituskohteesta, jos ilmenee selkeästi huolestuttavia piirteitä jossain sijoituskohteessa. ESG-analyysin osalta puolestaan yhtiöissä ei monessakaan sitä hankittu erikseen. Jonkin verran erilaisia tietopankkeja on käytössä vastuullisuudesta, mutta tältä osin näyttää ESG-analyysin hyödyntäminen olevan haastatelluissa suomalaisissa eläkesijoittajissa vähäistä. Kestävän kehityksen indeksit puolestaan eivät olleet käytössä päätöksenteon tukena kuin Elossa jossain määrin. Syy tähän oli sijoittajien halu itse päättää sijoituskohteistaan. Ne eivät halua antaa ulkoiselle indeksituottajalle valtaa päättää sijoituksista, koska eivät voi olla täysin varmoja indeksituottajan arvioinnista. Lisäksi eri indeksit antavat välillä ristiriitaisia arvioita yhtiöiden vastuullisuuden tasosta, joka hankaloittaa niiden hyödyntämistä käytännön sijoituspäätösten tukena.

Haastatteluiden avulla selvitettiin myös, mikä merkitys on TELA:lla ja FINSIF:llä organisaatioina eläkesijoittajille? Haastatelluista eläkesijoittajista kaikki ovat mukana niin FINSIF:in kuin TELA:n toiminnassa, jonka vuoksi selvitettiin mahdollinen ohjaava vaikutus. Vastaukset TELA:n suhteen haastateltavien osalta ovat melko yhteneväiset. TELA koetaan vastuullisuuden osalta organisaationa, joka antaa hyviä, mutta aika yleiselle tasolle jääviä kannanottoja vastuullisuudesta. TELA:lta mm. löytyy vastuullisen sijoittamisen periaatelinjaukset, mutta kaikilla haastatelluilla oma vastuullisen sijoittamisen ohjeistus menee näitä yleisiä periaatelinjauksia pidemmälle ja on yksityiskohtaisempaa. Johtuen TELA:n jäsenkunnan sisäisestä erilaisuudesta kokivat kaikki haastatellut yhtiöt kyseisten linjausten olevan sillä tasolla kun ne voidaan laatia. Niistä eniten hyötyvät organisaatiot ja sijoittajat, joilla ei ole niin paljon omia resursseja hoitaa vastuullisuusasioita. FINSIF puolestaan on keskittynyt enemmän käytännön toimintaan eikä niinkään erilaisten julkilausumien antamiseen. Haastatellut sijoittajat kokivat FINSIF:n suurimmaksi hyödyksi tarjota luonteva keskustelufoorumi eri sijoittajille, jotka haluavat olla mukana vastuullisessa sijoitustoiminnassa. Johtuen siitä, että FINSIF:n jäsenkunta kattaa laajemman kokonaisuuden erilaisia jäseniä verrattuna TELA:an, saavat eläkesijoittajat sitä kautta paljon uusia ideoita ja lisätietoa vastuullisuudesta.

Viimeinen tutkittava osio oli kansalaisjärjestöjen rooli vastuullisen sijoittamisen parissa ja se, miten niiden esittämä kritiikki voi muokata sijoituspäätöksiä. Haastatellut eläkesijoittajat kokivat, että kansalaisjärjestöjen tekemä työ on tarpeellista ja raportointi usein informatiivisen asiallista. Välillä on tullut harhaanjohtavaa tai jopa virheellistä uutisointia, jonka korjaaminen on hankalaa. Eläkesijoittajat pyrkivät aina reagoimaan esitettyyn kritiikkiin tutkimalla omat sijoitukset ja tarvittaessa tekemällä korjauksia, jos havaitaan sijoituksissa olevan vastuullisuusmielestä katsottuna ongelmallisia yrityksiä. Eniten kritiikkiä haastatteluiden kautta nousi esiin veroparatiisikeskustelusta ja siihen liittyvästä kritiikistä sijoituksista veroparatiiseihin rekisteröidyissä rahastoissa. Ylipäänsä eläkesijoittajat kokevat maineenhallinnan kannalta tärkeäksi ottaa esitetty kritiikki aina vakavasti ja yrittää reagoida sen mukaisesti, jos korjattavaa ilmenee. Haastatelluilla yhtiöillä ei ole ollut suoranaisia omakohtaisia vaikutuksia esitetyllä kritiikillä, koska niiden sijoitussalkuista ei ole löytynyt kritisoituja sijoituksia. Veroparatiiseihin sijoittuvia sijoituksia on kylläkin löytynyt, mutta usea sijoittajista oli sitä mieltä, että veroparatiisikeskustelu on sijoitusten osalta hiukan kummallista. Sijoittajien mukaan olisi tärkeämpää arvioida eri yritysten verotuksellisia valintoja eikä niinkään sitä, mihin jokin sijoitusrahasto on sijoitettu.

## 5.2 Johtopäätökset ja Yhteenveto

Tämän Pro gradu –tutkielman tavoitteena oli selvittää, miten eläkevakuutusyhtiöt määrittelevät vastuullisen sijoitustoiminnan ja miten se vaikuttaa heidän toimintaansa? Mielestäni tutkielma vastasi tähän kysymykseen käyden läpi tämän hetkistä tilannetta suomalaisissa eläkeyhtiöissä ja eläkelaitoksissa. Tutkimustulokset vastasivat teoriakirjallisuuden ja aiempien tutkimusten kautta ennakoimaani. Vastuullinen sijoittaminen on koko ajan kehittyvä osa sijoitustoimintaa ja tästä johtuen siitä tullaan tulevaisuudessakin kirjoittamaan lisää sekä laatimaan tutkimuksia. Suurimmat havainnot haastatteluiden perusteella olivat ne, että vastuullista sijoitustoimintaa harjoitetaan suomalaisissa yhtiöissä melko samalla tavalla riippumatta yhtiöstä. Joissakin asioissa oli toki havaittavissa, että joku yhtiö oli valinnut erilaisen linjan muihin nähden. Osa valinnoista johtui sijoittajien erilaisesta koosta ja erilaisesta taustasta. Havainnot tukivat käsitystä siitä, että vastuullinen sijoittaminen on valtavirtaistunut. Eläkeyhtiöiden käyttämät yhteistyökumppanit ja muut sijoittajat ovat viimeisen kymmenen vuoden aikana alkaneet pikku hiljaa suhtautua vastuulliseen sijoittamiseen vakavammin ja epäilijöiden määrä sen hyödyistä mm. sijoitusriskin pienenemiseen on vähentynyt.

Suurin tutkimuksellinen havainto tutkimuksen perusteella oli, että vastuullinen sijoittaminen on vakiintunut vallitsevaksi käsitteeksi aihealueesta puhuttaessa sijoittajien parissa Suomessa. Aiemmin käytettyä eettistä sijoittamista ei enää juurikaan käytetä,

koska sitä pidetään liian arvolutautuneena huomioiden muun muassa eläkevakuutusyhtiöiden velvollisuus sijoittaa varallisuutensa tuottavasti ja turvaavasti. Vastuullinen sijoittaminen koetaan eläkesijoittajien parissa paremmaksi käsitteeksi, joka täyttää myös tämän tuottavan ja turvaavan ehdon. Eläkesijoittajat ovat Suomessa toimivista sijoittajista suurimpia ja tästä syystä voitaneen tehdä se johtopäätös, että tämä määritelmä vastuulliselle sijoittamiselle on muutenkin yleisesti vakiintunut. Eläkesijoitusyhtiöt ovat myös olleet mukana aktiivisesti FINSIF:n kaltaisissa vastuullista sijoittamista käsittelevissä organisaatioissa.

Mielestäni kokonaisuutena tutkielmani saavutti sille itse asettamani tavoitteet kartoittaa vastuullista sijoitustoimintaa Suomessa ja erityisesti kuinka se näkyy eläkesijoittajien sijoitustoiminnassa. Koska toimialalla on toimijoita suhteellisen rajattu määrä, koen otoskokona käytetyn viisi eläkesijoittajaa olleen tarkoituksenmukainen. Tarkastelun kohteeksi valittujen joukossa oli myös erikokoisia ja erityyppisiä eläkesijoittajia niin julkiselta kuin yksityiseltä puolelta. Täten saadut tulokset kuvaavat alan yleistä tilannetta mielestäni hyvin.

Yhteenvedona voidaan todeta vastuullisen sijoittamisen aihealueena kaipaavan lisätutkimusta, jota tultaneen myös Suomessa tulevina vuosina tekemään. Tutkittavia aihealueita voisivat olla mm. millaisia vaikutuksia vastuullisella sijoittamisella on saatu ja millaisia tuottoja vastuulliset sijoittajat ovat Suomessa saaneet verrattuna sijoitusten yleisiin tuottoihin. Eläkesijoittajien merkitys tulee tulevaisuudessa olemaan yhä merkittävä, johtuen heidän hallinnoimista suurista sijoitusomaisuuksista. Tätä kautta vastuullisen sijoittaminen ja siihen vaikuttaminen tulee olemaan niille tulevaisuudessakin tärkeää. Julkisen keskustelun, kansalaisjärjestöjen ja viranomaisten velvollisuutena on tarvittaessa valvoa ja kannustaa eläkesijoittajia kohdentamaan sijoituksiaan vastuullisiin kohteisiin. Tätä kautta voimme tehdä vastuullisia valintoja tulevaisuutta silmällä pitäen.



## LÄHTEET

- Aaltonen, Tapio & Junkkari, Lari (1999). *Yrityksen arvot ja etiikka*. WSOY 1999
- Ahola, Martina. (2011) Ilmarinen ei ole eettinen vaan vastuullinen sijoittaja. *Taloussanomat* <<http://www.taloussanomat.fi/rahoitus/2011/10/20/ilmarinen-ei-ole-eettinen-vaan-vastuullinen-sijoittaja/201115198/12>>. Haettu 09.01.2012.
- Barreda-Tarrazona, I. – Matallin-Saez, J. – Balaguer-Franch, M. (2011) Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 305-330.
- Barnett, M. L. & Salomon, R. S: (2006) Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Bello, Z. Y. (2005) Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification. *Journal of Financial Research*, 18(1), 41-57.
- Bauer, R. –Koedijk, K. – Otten, R. (2005) *Journal of Banking & Finance*, 29, 1751-1767.
- Bengtsson, Elias. (2008) A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 82:969-983.
- Benson, Karen L. - Brailsford, Timothy J. - Humphrey, Jacquelyn E. (2006) Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently? *Journal of Business Ethics* 65: 337-357.
- Benz, C. (2011) *Morningstar guide to mutual funds – five-star strategic success*. Toinen pianos. John Wiley and Sons Inc. New York – Chichester – Brisbane – Toronto – Singapore.
- Boasson, Emil - Boasson, Vigdis ja Cheng Joseph (2001) Investment principles and strategies of faith-based funds. *Managerial Finance*, Vol 32 No 10, 837-845
- Boatright, John R. (editor) (2010) *Finance Ethics – Critical Issues in Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Inc., USA.
- Camey, Brian F. (1994) Socially Responsible Investing – Is It Successful? *Health Progress*. Nov;75(9):20-3.
- Climent, F & Soriano, P. (2011) Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 275-287.
- Dembinski, Paul H. – Bonvin, Jean-Michel – Dommen, Eduard – Monnet, Francois-Marie. (2003) The Ethical Foudation of Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 48:203-213.
- Diltz, J.D. (1995) Does social screening affect portfolio performance? *The Journal of Investing*, 1, 64-69.

Eläkejärjestelmän toimijat. Eläketurvakeskus. 02.09.2014.  
<[http://www.etk.fi/fi/service/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4n\\_toimijat/289/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4n\\_toimijat](http://www.etk.fi/fi/service/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4n_toimijat/289/el%C3%A4kej%C3%A4rjestelm%C3%A4n_toimijat)> Haettu 10.01.2015.

Ferruz, L. – Marco, I. – Ortiz, C. (2007) Socially Responsible Investment: Mutual Funds. Global and Local Trends. *International Journal of Applied Economics & Finance*, 1(2), 120-125.

*FTSE4GOOD Tightens Index Entry* (2007) *Financial Director* 3/2007, 41

Guerard, J. B. (1997) Is there a cost to being socially responsible in investing? *The Journal of Investing*, 11-18.

Hamilton, S. – Jo, H. – Statman, M. (1993) Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial analyst Journal*, 49 (6), 62-66

Hill, Ronald Paul – Ainscough, Thomas – Shank, Todd – Manullang, Daryl. (2006) Corporate Social Responsibility and socially responsible Investing: A Global Perspective. *Journal of Business Ethics*, 70:165–174.

Howell, R. (2008) Globalization and the Good Corporation: Whiter Socially Responsible Investment? *Human Systems Management*, 27(3), 243-253.

Hyrskke, Anna; Lönnroth Magdaleba; Savilaakso, Antti ja Sievänen, Riikka. (2012). *Vastuullinen sijoittaminen*. Finva. Tampere.

Investori. *Vihreän sijoittajan ei tarvitse tinkiä tuotosta*. (2011)  
<<http://www.investori.com/j/artikkelit/yleistae-sijoittamisesta/111-vastuullinen-sijoittaminen#ixzz1j5Ohxklp>> haettu 05.01.2012.

Joutsenvirta, Maria; Halme, Minna; Jalas, Mikko ja Mäkinen, Jukka. (toim.) (2011) *Vastuullinen liiketoiminta kansainvälisessä maailmassa*. Gaudeanus, Helsinki.

Kallio, Tomi J. – Nurmi, Piia. (toim.) (2006) *Vastuullinen liiketoiminta – Peruskysymyksiä ja esimerkkejä*. Sarja Keskusteluja ja raportteja 10:2005. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja.

Kauppinen, Ilkka. (toim.) (2004) *Moraalitalous*. Vastapaino, Tampere.

Kempf, A & Osthoff, P. (2008) SRI Funds: Nomen est Omen. *Journal of Business Finance & Accounting*, 035(9&10), 1246-1294.

Kridel, T. (2005) Green Investing. *Mother Earth News*, 2010, 72-80

Koskinen, Lennart. (2000) Kannattaako etiikka? Like

Kuisma, Mika. (2001) *Ympäristönäkökohdat sijoitustoiminnassa*. Edita, Helsinki.

Kujala, Johanna (2001) *Liiketoiminnan moraalia etsimässä – Suomalaisten teollisuusjohtajien sidosryhmäkäsitykset ja moraalinen päätöksenteko*. Jyväskylän yliopisto, Jyväskylä.

- Kuvaja, Sari. (2010) *Hyvä raha*. Kirjapaja, Helsinki
- Könnölä, Totti ja Rinne, Pasi. (2001) *Elinehtona eettisyys*. Kauppakaari, Helsinki.
- Margolis, J. – Elfenbein, H – Walsh, J. (2008) Do Well by Doing Good? Don't Count on It. Social Responsibility. Special Issue on HBS Centennial. *Harvard Business Review*, 86 (1), 19.
- Miras-Rodríguez, M – Carrasco-Gallego, A – Escobar-Pérez, B. (2013) Are Socially Responsible Behaviors Paid Off Equally? A Cross-cultural Analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1344
- Morningstar Sector Methodology. The Morningstar Rating<sup>TM</sup> for Funds (2008) <[http://corporate.morningstar.com/us/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/MorningstarRatingForFunds\\_FactSheet.pdf](http://corporate.morningstar.com/us/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/MorningstarRatingForFunds_FactSheet.pdf)> haettu 07.05.2015.
- Moskowitz, M. (1972) Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 71-75.
- Mätäsaho, Risto ja Niskala, Mikael. Ympäristölaskentatoimi ja valta ympäristö. *LTA* 1/97, 76–91.
- Neste Oil – yhteiskuntavastuuraaportti  
<<http://www.nesteoil.fi/default.asp?path=35,52,12005>> haettu 6.5.2015.
- Nofsinger, J & Varma, A. (2014) Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking & Finance*, 48, 180-193.
- Pivo, G. (2005) Is There a Future for Socially Responsible Property Investments? *Real Estate Issues*, 22/9, 19-26.
- Radu, I. & Funaru, M. (2011) Socially Responsible Investments in Mutual Funds. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Series V: Economic Sciences*, 4(1), 157-168.
- Renneboog, L. – Ter Horst, J. – Zhang, C. (2008) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32, 1723-1742:
- Riistama, V. 1971. Laskentatoimen hyväksikäytöstä. Liiketaloudellinen aikakauskirja II.
- Rubin, Neil. (2008) The Challenge of Socially Responsible Investments – Alingning the Interests of Philanthropists, Foudations, Endowment and Coporations. *The CPA Journal*. July 2008.
- Sauer, D. A. (1997) The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and domini equity mutual fund. *Review of Financial Economics*, 6 (2), 137-149.

- Schueth, S. (2003) Socially responsible Investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43(3), 189-194.
- Simola, Eeva; Pykälä, Jarmo ja Mäkelä Anni. *Rahoja aseissa ja tupakassa- eläkeyhtiöiden eettinen sijoittaminen*. (2010) FinnWatch ja SaferGlobe Finland
- Slapikaite, I. & Tamosiuniene, R. (2013) *Socially Responsible Mutual Funds – A Profitable way of Investing*. Scientific Annals of the Alexandru Ion Cuza University of Iasi Economic Sciences, 60, 199-212.
- Sparkes, Russell. (2002) *Socially Responsible Investment*. John Wiley & Sons Ltd, Chichester.
- Suomen luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen periaatteet (2007) <[http://evl.fi/EVLfi.nsf/0/4E4EE65C84F1A330C225781700468949/\\$file/vastuullisen\\_sijoittamisen\\_ohjeet2007.pdf](http://evl.fi/EVLfi.nsf/0/4E4EE65C84F1A330C225781700468949/$file/vastuullisen_sijoittamisen_ohjeet2007.pdf)> haettu 07.01.2012.
- Suomen Ortodoksisen kirkon ympäristöohjeisto. <[http://www.ort.fi/virallisia\\_asiakirjoja/suomen-ortodoksisen-kirkon-ympaeristoeohjeisto](http://www.ort.fi/virallisia_asiakirjoja/suomen-ortodoksisen-kirkon-ympaeristoeohjeisto)>, haettu 13.04.2012.
- Taipale, Taru (2009) Matkani eettiseksi sijoittajaksi. <<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/matkani+eettiseksi+sijoittajaksi/a2068436>> *Talouselämä*..haettu 12.04.2012.
- Tapanainen, Maippi.. *Yritysten yhteiskuntavastuu- Eettisyyttä, bisnestä vai sinipesua?* (2010) FinnWatch-
- Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Työeläkevakuuttajat, TELA. (2008) <[http://www.tela.fi/instancedata/prime\\_product\\_julkaisu/tela/embeds/tela\\_wwwstructu-re/14111\\_130208TyoelakevakuuttajienVastuullisenSijoittamisenPeriaatteet.pdf](http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/tela_wwwstructu-re/14111_130208TyoelakevakuuttajienVastuullisenSijoittamisenPeriaatteet.pdf)> , haettu 13.04.2012.
- Työeläkevakuutusyhtiöissä suurin osa työeläkevakuutetuista. Eläketurvakeskus. 17.6.2014.<<http://www.etk.fi/fi/service/ty%C3%B6el%C3%A4kevakuutusyhti%C3%B6t/290/ty%C3%B6el%C3%A4kevakuutusyhti%C3%B6t>> haettu 10.1.2015.
- UNPRI names five ejected signatories and starts transparency reporting talks. (2009) *Responsibleinvestor.com*. <[http://www.responsibleinvestor.com/home/article/unpri\\_names\\_five\\_ejected\\_signatories\\_and\\_starts\\_transparency\\_reporting\\_talk/](http://www.responsibleinvestor.com/home/article/unpri_names_five_ejected_signatories_and_starts_transparency_reporting_talk/)>, haettu 06.01.2012.
- Vastuullinen sijoittaminen 2.0. (2011) Nordea. *Premium*, 6-7.
- Vastuullinen sijoittaminen – näin se toimii. (2010) Nordea. <[http://funds.nordea.com/APPX/Fin/Services/Funds/pdf/responsible\\_investing.pdf](http://funds.nordea.com/APPX/Fin/Services/Funds/pdf/responsible_investing.pdf)>, haettu 13.04.2012.

- Vitols, S. (2011) European pension funds and socially responsible investment. *European Review of Labour and Research*, 17, 29-41.
- Virtanen, Aila (2006) Laskentatoimi ja moraali. Onko niillä jotain yhteyttä keskenään? *Business and Organization Ethics Network*, Vol. 11, No.2
- Virtanen, Aila (2006) Laskentatoimen maailmankuvan laajeneminen – Laskentatoimi heijastelee yhteiskunnan arvojen muutosta *Business and Organization Ethics Network*, Vol. 11, No.2
- What is ESG? (2015) *ESG Managers® Portfolios* <[http://www.esgmanagers.com/sustainable\\_investing/what\\_is\\_esg](http://www.esgmanagers.com/sustainable_investing/what_is_esg)> haettu 7.5.2015.

## LIITEET

### LIITE 1 Haastattelurunko – Vastuullinen sijoittaminen

**Tutkimuskysymys:** ”Mitä on vastuullinen sijoitustoiminta ja kuinka sen soveltaminen näkyy käytännössä suomalaisten eläkevakuutusyhtiöiden toiminnassa” Tavoitteena on siis määritellä vastuullisen sijoittamisen käsite ja selvittää, kuinka eläkevakuutusyhtiöt soveltavat vastuullista sijoitustoiminnan periaatetta omassa sijoitustoiminnassaan.

**I-teema: Haastateltavan yrityksen taustatiedot:** Haastattelun alussa on tarkoitus kartoittaa tutkittavan yrityksen sijoitustoiminnan luonne yleisellä tasolla. Tässä taustoituksessa hyödynnetään yrityksen tarjoamaa muuta materiaali sijoitustoiminnan luonteesta ja laajuudesta.

- Mikä on eläkevakuutusyhtiöiden perimmäinen tarkoitus?
- Tärkeimmät omistajatahot?
- Tärkein ohjaava lainsäädäntö?
- Tärkeimmät sidostyhmät?

**II-teema: Kuinka yritys määrittelee vastuullisen sijoitustoiminnan?:** Tarkoitus on kartoittaa apukysymysten avulla käsitettä vastuullinen sijoittaminen ja selvittää, kuinka yrityksessä on kyseinen käsite määritelty. Samassa yhteydessä on tarkoitus käsitellä myös laajemmin yhteiskuntavastuuta suomalaisten eläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa.

- Miten yritys määrittelee käsitteen vastuullisuus sijoitustoiminnassa?
- Käytetäänkö käsitettä vastuullinen vai eettinen sijoittaminen?
- Kuinka kauan yrityksessä / mistä alkaen on puhuttu vastuullisesta sijoitustoiminnasta?
- Syitä korostaa vastuullista sijoitustoimintaa? Saako sitä hyödyntämällä markkinaetua vai onko jo alalla vallitseva tapa sekä välttämättömyys?
- Miten yritys näkee vastuullisen sijoitustoiminnan merkityksen tällä hetkellä? Onko tässä havaittavissa tulevaisuus silmällä pitäen tapahtuvan muutosta?

**III-teema: Kuinka yritys käytännössä harjoittaa vastuullista sijoitustoimintaa?:**

- Kuinka vastuullinen sijoitustoiminta näkyy käytännön toiminnassa yrityksessä?
- Mitä keinoja käytetään tutkittaessa sijoitusten vastuullisuutta?
  - Harrastaako yritys negatiivista vai positiivista arvottamista sijoitustoiminnassaan?
  - Onko jotkut sijoituskohteet kategorisesti poissuljettuja?
  - Millä perusteella määritellään, mikä on vastuullinen sijoituskohde?
  - Hyödynnetäänkö päätöksenteossa YK:n vastuullisen sijoittamisen Principles for responsible investment (PRI) –periaatteita? Jos hyödynnetään, niin miten?

- Onko yritys mukana Global Compact- aloitteessa?
  - Hyödynnetäänkö ulkopuolisia konsulttiyhtiöitä päätöksenteossa? Jos hyödynnetään, niin mitä?
  - Miten TELA:n (Työeläkevakuuttajien etujärjestö) laatima Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaateopas vaikuttaa sijoituspäätöksiin? Entä FIN-SIF:n kannanotoilla?
  - Onko yrityksellä omaa vastuullisen sijoittamisen ohjeistoa?
  - Hyödynnetäänkö yrityksessä päätöksenteossa sijoituskohteina olevien yritysten julkaisemia yhteiskuntavastuuraportteja? Jos hyödynnetään, niin miten?
  - Hyödynnetäänkö yrityksessä päätöksenteossa ulkopuolisia tahojen (kuten kirkko) laatimia listoja eettisistä sijoituskohteista tai listoja poissuljettavista epäeettisistä sijoituskohteista? Jos hyödynnetään, niin miten?
  - Hyödynnetäänkö yrityksessä ESG-analyysiä?
  - Mikä merkitys kestävän kehityksen indekseillä on sijoituspäätöksissä?
    - Esim. Dow Jones Sustainability Group Indexes ja FTSE Group:n FTSE4Good –indeksiperheet?
  - Muita tapoja tehdä valintoja sijoituskohteiden välillä vastuullisuus näkökulmasta katsottuna?
- Kansalaisjärjestöt ovat esittäneet kritiikkiä mm. siitä, että eläkevakuutusyhtiöt sijoittavat aseteollisuuteen ja veroparatiisiyhtiöihin
- Onko tällainen kritiikillä ollut vaikutusta sijoitusvalintoihin? Mikä ylipäänsä on julkisen keskustelun vaikutus sijoituspäätöksiin?
  - Miten yritys on reagoinut esitettyyn kritiikkiin?

## LIITE 2

### ***Haastattelut:***

Vastuullisen sijoittamisen asiantuntija , Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma. Haastattelu torstaina 27.1.2014. Kesto 63 minuuttia.

Head of Responsible Investments, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen. Haastattelu maanantai 3.3.2014. Kesto 65 minuuttia.

Head of Private Equity Funds, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo. Haastattelu maanantai 10.3.2014. Kesto 92 minuuttia.

Salkunhoitaja ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntija, Kirkon keskusrahasto. Haastattelu maanantai 24.3.2014. Kesto 77 minuuttia.

Sijoitusanalyytikko, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera. Haastattelu tiistaina 25.3.2014. Kesto 92 minuuttia.